

ЦЕНТРАЛЬНА СПІЛКА СПОЖИВЧИХ ТОВАРИСТВ УКРАЇНИ

ЛЬВІВСЬКА КОМЕРЦІЙНА АКАДЕМІЯ

На правах рукопису

ЛИННИК ОЛЕКСАНДРА ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК 339.72.053.1+338.24.021.8+338.27

**ЗОВНІШНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ І СТРАТЕГІЯ  
МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ**

*Спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні  
відносини*

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник  
д.е.н., проф.  
Шевчук Віктор Олексійович

ЛЬВІВ–2016

## ЗМІСТ

Перелік умовних скорочень.....	3
<b>ВСТУП.....</b>	<b>4</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВЗАЄМОДІЇ ДОХОДУ І ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ПІД ЧАС АКУМУЛЮВАННЯ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ.....</b>	<b>13</b>
1.1. Інструментальний характер зовнішніх запозичень як чинника економічного зростання.....	13
1.2. Макроекономічні механізми державного зовнішнього боргу.....	41
1.3. Обмеження платіжного балансу під час збільшення державного зовнішнього боргу.....	57
Висновки до розділу 1.....	77
<b>РОЗДІЛ 2. ПОЛІТИКА ДЕРЖАВНИХ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ЯК ЕЛЕМЕНТ ДОВГОСТРОКОВОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ У ДОЛАРИЗОВАНІЙ ЕКОНОМІЦІ.....</b>	<b>79</b>
2.1. Асиметрія коротко- і довгострокових наслідків акумуляції державного зовнішнього боргу.....	79
2.2. Стабілізаційна політика за умови значних державних зовнішніх запозичень.....	100
2.3. Моделювання макроекономічного впливу суверенних запозичень.....	115
Висновки до розділу 2.....	132
<b>РОЗДІЛ 3. МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ ПРІОРИТЕТИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ СУВЕРЕННИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ.....</b>	<b>135</b>
3.1. Політика обмеження надмірного державного боргу в доларизованій економіці.....	135
3.2. Прогнозні орієнтири оптимальної стратегії зовнішніх запозичень державного сектору.....	156
3.3. Особливості управління державним зовнішнім боргом у післякризовому економічному середовищі.....	175
Висновки до розділу 3.....	195
<b>ВИСНОВКИ.....</b>	<b>198</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>	<b>202</b>
<b>ДОДАТКИ.....</b>	<b>242</b>

## ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ВВП – внутрішній валовий продукт;

МВФ – Міжнародний валютний фонд;

п.п. – процентний пункт;

ЦСЄ – Центральна-Східна Європа;

ЄС – Європейський Союз;

США – Сполучені Штати Америки;

VAR – векторна авторегресія;

VEC – векторна авторегресія із коригуванням помилки;

ПДВ – податок на додану вартість;

ОЕСР – Організація економічного співробітництва і розвитку;

DSGE – динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги;

ПКС – паритет купівельної спроможності;

SVAR – структурна векторна авторегресія;

НЕОК – номінальний ефективний обмінний курс;

ПІ – прямі іноземні інвестиції;

VRI – Value Recovery Instrument (нові облігації відповідно до умов реструктуризації осені 2015 р.);

СНД – Співдружність Незалежних Держав.

## ВСТУП

**Актуальність теми.** У 2009–2013 рр. стрімке збільшення державної зовнішньої заборгованості України, зумовлене низкою економічних і політичних чинників, створило всі передумови для глибоких кризових явищ, вирішення яких, як показує багаторічний досвід інших країн з подібними інституційними характеристиками, вимагає дієвих непопулярних фіскальних заходів. Хоча зовнішні позики державного і приватного секторів, як правило, розглядаються ефективним способом подолання відсталості або пастки середнього рівня доходу (Південна Корея, Малайзія, Тайвань, країни Центральної і Східної Європи), у світовій практиці переважають приклади цілком протилежного негативного досвіду, наприклад у країнах Латинської Америки. У 1998 р. потужна боргова криза виникла у Росії, що позначилось на українській економіці. Проте належних висновків не було зроблено.

Ефективне управління позиковими коштами може бути корисним для економічного зростання, але при цьому необхідно враховувати численні ризики внутрішнього і зовнішнього характеру, які можуть вносити вагомі корективи у стратегію управління боргом. Передусім країни зі значною зовнішньою заборгованістю чутливі до коливань обмінного курсу, відтоку капіталу, інфляції та ситуації на світових фінансових ринках. Такі особливості притаманні не лише країнам з нестабільною економікою, але й окремим промисловим країнам, як Греція, Португалія, Іспанія. Загалом у післякризових 2010–2015 рр. дискусія навколо проблем державного зовнішнього боргу помітно поживилася. Зокрема, з'явилися предметні дослідження Г. Вілера, Г. Хансена, Д. Меліни, С. Нері, Т. Дейвіга, Е. Ліпера, Т. Уокера. Це розвиває раніші фундаментальні дослідження Р. Барро, Г. Манківа, К. Келлермана, Д. Сакса, М. Фельдштейна, С. Арданьї, Ф. Каселлі, Т. Лейна, Г. Кальво, А. Сатерленда, Ф. Баррі, О. Бланчара, Н. Рубіні, А. Афонсо, Т. Баліно, М. Боскіна, Л. Булут, М. Кассарда, Д. Елмендорфа, Г. Ганеллі та інших. Для конкретних умов української економіки різноманітні аспекти державного боргу досліджували Т. Вахненко,

А. Гальчинський, В. Шевчук, В. Козюк, О. Соскін, А. Бондарчук, В. Лісовенко, Л. Лондар, О. Присяжнюк, І. Федорович, І. Фурман, О. Футерко, О. Шаров та інші.

Водночас слід визнати, що, попри значні напрацювання у дослідженні взаємодії державного боргу з основними макроекономічними показниками загалом і шляхів подолання боргової кризи зокрема, не до кінця розв'язаними залишаються для конкретних умов української економіки відразу кілька принципових проблем: фундаментальні причини формування державного зовнішнього (суверенного) боргу в 2010–2015 рр.; виявлення характеру зовнішніх запозичень – споживчого чи інвестиційного; адекватність українського досвіду аналогічним проблемам зарубіжних країн; причинно-наслідкові механізми взаємодії державного зовнішнього боргу з основними економічними показниками; прогнозні сценарії обслуговування державного зовнішнього боргу, зокрема в контексті програми його реструктуризації (осінь 2015 р.); рекомендації щодо зниження рівня державного боргу.

Таким чином, комплексне дослідження чинників формування та обслуговування зовнішньої заборгованості є важливим як у теоретичному, так і практичному планах, що обумовило вибір теми дисертації, її мету, завдання та логіку дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертація виконана в межах кафедральної науково-дослідної теми факультету міжнародних економічних відносин ЛТЕУ: «Монетарні ефекти платіжного балансу в доларизованій залежній економіці з нестабільним механізмом очікувань» (державний реєстраційний номер № 01114U003861). Автором особисто виявлено причинно-наслідкові залежності накопичення державної зовнішньої заборгованості, оцінено пріоритети подолання боргових кризових явищ на основі прогнозної оцінки розвитку економіки України.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертації є теоретичне узагальнення важливих передумов, інструментальних чинників та

особливостей формування державної зовнішньої заборгованості, а також обґрунтування політики обслуговування державного зовнішнього боргу в Україні. Відповідно до обраної теми та логіки дослідження у роботі сформульовано такі завдання:

- на підставі світового досвіду оцінити потенційні переваги і недоліки акумуляції суверенного боргу для України;

- здійснити огляд теоретичних підходів до моделювання макроекономічних ефектів зовнішніх запозичень загалом і суверенного боргу зокрема;

- оцінити обмеження платіжного балансу під час збільшення державного зовнішнього боргу;

- продемонструвати асиметрію коротко- і довгострокових ефектів акумуляції державного зовнішнього боргу;

- оцінити характер зовнішніх запозичень державного сектору в Україні – інвестиційний чи споживчий;

- провести теоретичний аналіз стабілізаційної політики за умови значних зовнішніх запозичень державного сектору;

- здійснити моделювання макроекономічного впливу суверенних запозичень;

- проаналізувати основні напрями політики обмеження надмірного державного боргу в доларизованій економіці та показати основні функціональні зв'язки боргової кризи в Україні в 2014–2015 рр.;

- спроектувати сценарії обслуговування зовнішньої заборгованості відповідно до прогнозу динаміки зростання українського ВВП в 2021–2040 рр., як це передбачено узгодженою програмою реструктуризації (осінь 2015 р.);

- охарактеризувати особливості управління державним зовнішнім боргом у післякризовому економічному середовищі.

*Об'єктом дослідження є процес нагромадження державної зовнішньої заборгованості в Україні.*

*Предметом дослідження* є передумови, чинники та особливості формування і практичної реалізації політики зовнішніх запозичень в Україні.

*Методи дослідження.* Теоретичне підґрунтя праці провідних вітчизняних та зарубіжних учених. Дослідження виконане із використанням як загальнонаукових, так і спеціальних методів, зокрема: аналізу і синтезу (під час дослідження інструментального характеру державного зовнішнього боргу – п. 1.1, розгляду моделей державного боргу – п. 1.2 та обмежень платіжного балансу – п. 1.3, опису сучасних боргових проблем та інструментів їх запобігання в Україні – п. 3.1, вивчення елементів стабілізаційної політики в Україні та майбутніх перспектив – п. 3.3), історичного (під час опису позитивних та негативних прикладів накопичення державної заборгованості – п. 1.1, досвіду країн у проведенні стабілізаційної політики – п. 3.3), системно-структурного (під час аналізу причинної залежності між економічними показниками при акумуляції боргу – п. 2.1), метод моделювання (під час розгляду теоретичної моделі та її застосування для доларизованої економіки – п. 2.2), метод прогнозної екстраполяції (при прогнозуванні сценаріїв вартості обслуговування боргу в Україні – п. 3.2), метод порівняльного аналізу (при аналізі відмінностей між борговими кризами в Латинській Америці зразка початку 1980-х рр. та США в 2008–2009 рр. – п. 2.1), метод емпіричного аналізу (для моделювання макроекономічного впливу державних зовнішніх запозичень – п. 2.3).

*Інформаційною базою дослідження* є монографічні праці зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів, матеріали, аналітичні та статистичні звіти МВФ, нормативно-правові та статистичні дані державних органів влади, Інтернет-ресурс.

**Наукова новизна результатів** дисертації полягає у поглибленні теоретичних засад акумуляції зовнішнього боргу державного сектору в доларизованій економіці, опрацюванні практичних заходів управління суверенним боргом та оцінці результативності проведеної реструктуризації українського боргу (осінь 2015 р.).

Найважливіші результати, що характеризують наукову новизну дисертації і виносяться на захист, полягають у такому.

*Уперше:*

– на основі специфікації моделі SVAR, яка передбачає залежність державного зовнішнього боргу від сальдо поточного рахунку, що перебуває у взаємному причинно-наслідковому зв'язку з доходом, виявлено негативний вплив на обмінний курс акумуляції державного зовнішнього боргу (характеризується короткочасним стимулюючим ефектом), що, своєю чергою, стає наслідком погіршення сальдо поточного рахунку та зниження обмінного курсу; позитивний вплив покращення сальдо поточного рахунку на зміцнення грошової одиниці, що характеризується довгостроковим стимулюючим ефектом, а це дало змогу обґрунтувати необхідність підтримки рівноваги платіжного балансу як чинника забезпечення довгострокового зростання; виявлено, що в Україні економічне зростання та поліпшення сальдо поточного рахунку не сприятиме зменшенню обсягів державного зовнішнього боргу, а це лише підсилює необхідність заходів макроекономічної політики, покликаних знизити значення безпечного державного зовнішнього боргу до прийняттого рівня (не більше 10 % від ВВП);

– на підставі кількох сценаріїв траєкторії вітчизняного ВВП (за основу взято показники післякризового зростання в Польщі, Іспанії, Чилі, Аргентині, Туреччині та окремо прогноз за Ю. Городніченком) розраховано кошти обслуговування державного зовнішнього боргу відповідно до програми реструктуризації боргу (на період 2021–2049 рр.) за двома методиками: А (приймається, що ВВП у доларовому еквіваленті пропорційно відбиває динаміку зростання реального ВВП) і Б (розрахунок ВВП у доларовому еквіваленті здійснюється на основі регресійної залежності між індексом реального ВВП та величиною ВВП у доларовому еквіваленті), відповідно до якої вартість обслуговування державного зовнішнього боргу значно вища порівняно з методикою А. Зроблені розрахунки показують, що в разі



поміркованого відновлювального економічного зростання на зразок Польщі чи Аргентини щорічні додаткові платежі в 2025–2030 рр. можуть перевищувати 2 млрд дол. (при цьому загальна сума коштів в оптимістичному варіанті становитиме, відповідно, 5,9 і 4,6 млрд дол., а в песимістичному – 24,5 і 14,7 млрд дол.). На випадок надзвичайно успішного економічного зростання за зразком Чилі сумарні виплати зростають у межах від 22 до 84 млрд дол., що вимагатиме або перегляду умов боргового варанта, або викупу власних боргових зобов'язань українським урядом у період 2020–2027 рр. Ще більші виплати передбачає сценарій економічного зростання за умови середнього темпу зростання ВВП на рівні 7 %.

*Удосконалено:*

– на основі емпіричного дослідження з використанням VAR/VEC, що передбачає врахування впливу довгострокових залежностей на короткострокові зміни залежної змінної виявлено споживчий характер спрямування зовнішніх запозичень державного сектору; акумуляція державного зовнішнього боргу стає чинником підвищення приватного споживання, відсоткової ставки та зменшення інвестицій (на довгострокову перспективу), що дозволяє стверджувати, що необхідним елементом політики зменшення державного боргу має стати збільшення інвестицій та скорочення заборгованості в банківському секторі;

– за допомогою графічного аналізу моделі IS-LM-BP із залежністю сукупного попиту і сукупної пропозиції від обмінного курсу виявлено, що в економіці з фіксованим обмінним курсом стимулюючий вплив зовнішніх запозичень державного сектору залежить від зв'язку між пропозицією грошової маси та рівнем цін, на довгострокову перспективу – від відсоткової ставки; за плаваючого обмінного курсу амплітуда збільшення доходу є меншою через зміцнення грошової одиниці; в економіці з сильним балансовим ефектом під час обслуговування державного зовнішнього боргу за умов девальвації збільшенню доходу перешкоджає як підвищення вартості зобов'язань, так і ефект добробуту;

– за допомогою аналізу інструментів суверенного боргу обґрунтовано доречність акумуляції державного зовнішнього боргу як чинника економічного зростання на інвестиційній основі (для трансформаційних економік важливою стає можливість ефективної імплементації та координації економічних реформ) та недоцільність використання позик для вирішення короткострокових завдань, які не мають інвестиційного спрямування або слугують відкладенню назрілих структурних реформ, що позначається підвищеною вразливістю до кризових явищ та зниженням довгострокового темпу економічного зростання.

*Набули подальшого розвитку:*

– теоретичні положення щодо механізмів взаємодії державного зовнішнього боргу та показників економічного зростання на основі систематизації теоретичних моделей, зокрема класичного, кейнсіанського, неокласичного, некейнсіанського підходів, моделей суміжних поколінь, динамічних стохастичних моделей загальної рівноваги, що дало змогу здійснити порівняльний аналіз дієвості інструментів стимулювання економічного зростання за допомогою зовнішніх позик державного сектору та сформулювати перелік змінних для подальшого емпіричного аналізу (ВВП, сальдо поточного рахунку, обмінний курс, державний зовнішній борг);

– теоретична інтерпретація механізмів виникнення боргової кризи у доларизованій економіці, що обмежує можливості ефективного використання зовнішніх запозичень державного сектору через нестабільність попиту на гроші та особливості портфельної диверсифікації; запропоновано превентивні заходи, які передбачають обмеження стимулювання споживчого попиту за допомогою зовнішніх позик, необхідність профілактики спекулятивного подорожчання нерухомості, контроль припливу капіталу, спрямування зовнішніх запозичень на продуктивні інвестиції, фіскальна дисципліна;

– рекомендації державної регулятивної політики щодо управління державним зовнішнім боргом у післякризовому економічному середовищі,

що передбачає фіскальну дисципліну, обмеження пропозиції грошової маси, посилення боротьби з тіньовою економікою, профіцит державного бюджету, обмеження неефективних урядових видатків, забезпечення стабільності інфляції та обмінного курсу, невисокої відсоткової ставки.

**Практичне значення одержаних результатів.** Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що вони можуть слугувати науковою основою для розроблення загальнодержавної програми управління зовнішньою заборгованістю державного сектору. Одержані автором результати використано при підготовці теми науково-дослідної роботи «Механізми монетарного стимулювання інноваційного розвитку економіки з високими та стабільними темпами зростання» (довідка № 1/308 від 02.12.2014 р.), у діяльності департаменту економіки Івано-Франківської облдержадміністрації (довідка № 01.1-15/116 від 10.02.2016 р.), а також у діяльності департаменту фінансів Львівської облдержадміністрації (довідка № 07-19/375 від 26.02.2016 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Усі наукові результати, які викладені в дисертації та виносяться на захист, одержані автором особисто.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення та висновки результатів дослідження апробовано на 10 міжнародних і всеукраїнських конференціях, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми забезпечення стабільного розвитку національних банківських систем: теорія, практика та світовий досвід» (Львів, 13–14 січня 2012 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Посткризовий розвиток світової економіки та Україна» (Тернопіль, 22–23 березня 2012 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем» (Львів, 28–29 березня 2012 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (Тернопіль, 21–23 лютого 2013 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Теоретичні та прикладні аспекти аналізу

фінансових систем» (Львів, 26–27 березня 2013 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна економіка в ХХІ столітті» (Тернопіль, 28–29 березня 2013 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна візія та виклики глобалізації» (Тернопіль, 26–27 березня 2015 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств: проблеми та перспективи» (Львів, 17–18 квітня 2015 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Економіка України в умовах сучасних геополітичних трансформацій» (Львів, 21–22 травня 2015 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Litteris et artibus» (Львів, 26–28 листопада 2015 р.).

**Публікації.** За результатами наукових досліджень автором опубліковано 16 публікацій – 5 у наукових фахових виданнях загальним обсягом 3,0 д.а., 10 наукових праць – в інших наукових виданнях (1,3 д.а.) і одна наукова праця – в іноземному виданні (0,35 д.а.)

**Структура і обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів і висновків. Загальний обсяг роботи становить 259 сторінок комп'ютерного тексту. У тексті дисертації розміщено 23 рисунки на 10 сторінках, 7 таблиць на 3 сторінках і 13 додатків на 18 сторінках, список використаних джерел налічує 379 найменувань.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ВЗАЄМОДІЇ ДОХОДУ І ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ ПІД ЧАС АКУМУЛЮВАННЯ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ

### **1.1. Інструментальний характер зовнішніх запозичень як чинника економічного зростання**

Своєрідною ознакою післякризового періоду 2010–2015 рр. стала підвищена увага до акумуляції державного боргу загалом і зовнішніх запозичень державного сектору зокрема. Якщо в минулому такі проблеми стосувалися головним чином країн, що розвиваються, то останнім часом акценти змістилися у бік аналізу державного боргу США та країн Європи (Греція, Іспанія, Португалія). Водночас не обійшлося без чергового технічного дефолту Аргентини (2013 р.), а в 2010–2014 рр. до числа країн з надмірним державним зовнішнім (або суверенним) боргом досить несподівано долучилася Україна, яка навіть за підсумком кризового 2009 р. мала незначний (за світовими мірками) суверенний борг на рівні 15 % від ВВП.

У 2008–2009 рр. стрімке зростання державного боргу більшості промислових країн (рис. 1.1), а також країн, що розвиваються, і з трансформаційною економікою, стало переважно наслідком широкого використання фіскальних стимулів для антициклічного регулювання економіки, але в ширшому контексті суверенний борг – це важливий чинник економічного зростання та рівноваги платіжного балансу. Інструментальними чинниками стають: а) збільшення продуктивних інвестицій, б) згладжування споживчих видатків у приватному і державному секторах, в) консолідація результатів фінансової стабілізації (така риса стосується переважно країн з низьким рівнем доходу і нестабільною економікою).

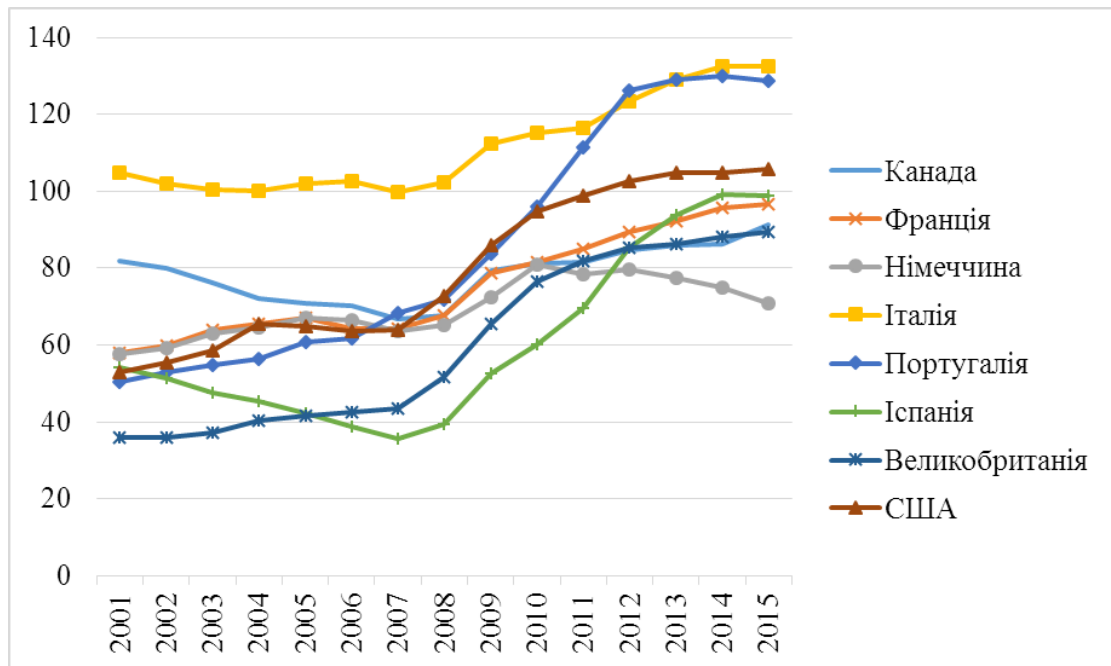


Рис. 1.1. Державний борг промислових країн (% від ВВП), 2000–2015 рр.  
Джерело: складено автором на основі даних [371]

Водночас не бракує критичних зауважень щодо зовнішніх запозичень загалом і суверенного боргу зокрема. Абстрагуючись від способу фінансування – внутрішнього чи зовнішнього, урядовий борг стимулює сукупний попит і економічне зростання в короточасній перспективі, але витісняє капітал і знижує національний дохід у довгостроковій перспективі. Боргова політика впливає на економіку кількома способами. По-перше, урядовий борг може впливати на монетарну політику через механізм відсоткової ставки<sup>1</sup>. В екстремальних випадках необхідно вдатися до сеньйоражу, так що інфляція стає радше фіскальним, аніж монетарним феноменом. По-друге, виникають чисті втрати податків у зв'язку з обслуговуванням боргу. По-третє, можливість урядових позик знижує дисципліну бюджетного процесу та нівелює увагу до продуктивного використання додаткових позик. По-четверте, державний борг підвищує

<sup>1</sup> Значний борг, ймовірно, підвищуватиме відсоткові ставки, і монетарна влада буде змушена знизити їх через експансійну політику. Така стратегія може позначитися зменшенням відсоткових ставок, але на віддаленішу перспективу реальні відсоткові ставки залишаться незмінними, а інфляція та номінальні ставки – вищими.

вразливість до чинника міжнародної довіри. По-п'яте, залишається актуальною небезпека втрати політичної незалежності [207].

При визначенні оптимальної стратегії макроекономічного розвитку при значному рівні державного зовнішнього боргу слід розрізняти економічне зростання та економічний розвиток. Якщо перше з цих понять – це вузла концепція, що характеризує кількісні зміни в економіці, то друге – більш релевантний засіб для вимірювання прогресу та якості життя в країнах, що розвиваються. Водночас економічний розвиток неможливий без економічного зростання.

З цієї причини дефініція економічного розвитку включає в себе кілька елементів: (1) розширення економічних ресурсів, що сприяє прогресу суспільства через реалізацію потенціалу окремих осіб, фірм і громад; (2) стійке зростання економічного процвітання та якості життя, що реалізується через інновації, менші транзакційні витрати та ефективне використання можливостей для забезпечення відповідального виробництва та розподілу товарів і послуг; (3) вимога наявності ефективних інституцій, заснованих на нормах відкритості, толерантності до ризику, повазі до різноманіття та впевненості в реалізації взаємної вигоди для державного та приватного секторів [212]. При цьому з часом нівелюється соціальна нерівність і скорочується частка тіньової економіки.

До основних факторів економічного розвитку також належать вдалий збіг обставин, географічний та інституційний чинники, а також культура і соціальний капітал [1]. Звідси, економічна стратегія, яка забезпечує сталий економічний розвиток – це цілісна система дій суб'єкта, спрямованих на реалізацію мети, завдань і пріоритетів його економічного відтворення з урахуванням комплексу впливів ендогенних та екзогенних чинників, що розрахована на тривалий період часу [23].

У такому контексті заслуговують уваги дві стратегії економічного розвитку – CAD (англ. comparative-advantage-defying strategy) та CAF (англ. comparative-advantage following strategy). Перша з них передбачає нехтування

порівняльними перевагами, а інша – їх врахування. При цьому наголошується, що застосування САД може сформувати кілька прогресивних галузей промисловості в країнах, що розвиваються, але неминуче призводить до неефективного розміщення ресурсів, пригнічення стимулів до роботи, пошуку легкого прибутку, погіршення розподілу доходу та слабого економічного розвитку.

Тому більш прийнятною, особливо для трансформаційних економік, є стратегія САФ. Вона теж передбачає активне втручання уряду, який може як сприяти економічному розвитку, так і забезпечити здорове конкурентне середовище. За таких умов відбувається постійна акумуляція капіталу, структура економічних ресурсів оновлюється, спричиняючи зміну відносних цін на фактори виробництва. Підприємства змушені модернізувати виробництво і технологію, щоб підтримувати ринкову конкурентоспроможність. Щобільше, ці фірми можуть навіть отримувати вигоду від індустріального та технологічного розриву з країнами, що розвиваються, завдяки запозиченню досвіду і технологій [300]. Такий підхід підтверджується емпіричними дослідженнями. Так, для вибірки з 164 країн за період 1963–2009 рр. виявлено, що застосування стратегії САД, яку опосередковано характеризує індекс технологічного вибору ТСІ, не завжди сприяє економічному розвитку, передусім для трансформаційних економік. Для країн ЦСЄ виявлено позитивну кореляцію між зростанням та індексом ТСІ, але для країн-членів СНД – негативну [156].

Виокремлюють дві моделі державної політики у сфері підтримки інновацій:

- 1) англо-американська, яка характеризується найменшим втручанням держави в економіку, включно з інноваційною діяльністю;
- 2) франко-японська, де держава найактивніше підтримує інноваційний процес усіма можливими методами. Щодо української моделі підтримки інноваційної діяльності, то вона більше тяжіє до англо-американської [26].



Характерною особливістю вказаних вище підходів до трактування економічного розвитку є відсутність акценту на природних ресурсах, що підтверджується кількома влучними прикладами. Так, попри багатий природний потенціал країн Африки і Латинської Америки, вони зазнали невдач, на відміну від країн Східної Азії, де забезпеченість природними ресурсами є зовсім незначною (Японія, Південна Корея, Тайвань тощо), натомість підвищену увагу отримують інституційні та інноваційні чинники. Щобільше, вважається, що у країнах з багатими природними ресурсами економіка зростає повільніше внаслідок боргового тягаря, адже у 1980-х рр. вони зіткнулися зі суттєвими борговими ризиками, які нівелювали ефект від попередніх зовнішніх запозичень. Загалом імовірність опинитися в середовищі країн зі значною заборгованістю вища для менш розвинутих країн-експортерів сировинних товарів, де близько 50 % експортних надходжень залежить від трьох або менше сировинних товарів [359]. У 1970-х рр., коли ціни на сировину були високими, країни з багатими природними ресурсами використовували їх як додаткове забезпечення боргу [306]. Аналітики по-різному пояснюють негативний вплив цих ресурсів на економічне зростання: а) втрата конкурентоспроможного виробництва промислових товарів («голландська хвороба»); б) зниження стимулів для заощаджень та інвестицій, частково через слабкий розвиток фінансових інституцій; в) надмірна проциклічність урядових видатків, зорієнтованих на ціни сировинних товарів. Надлишок ресурсів призвів до того, що було перевищено рівноважне значення сукупного попиту, яке вимагало наступного корегування [117].

Вдалими прикладами використання суверенних запозичень для розробки родовищ природних ресурсів, що надалі ставало джерелом обслуговування зовнішніх зобов'язань, можуть слугувати Норвегія, яка в 1980-х рр. позичила кошти вартістю близько 14 % від ВВП для розробки нафтових родовищ Північного моря, і Чилі, де завдяки зовнішнім запозиченням державного сектору відбулося становлення нафтогазової та

міднорудної промисловості. Досвід обох країн не заперечує, що запозичення державного сектору можуть бути конструктивним чинником економічного зростання, але за умови підтримки зваженою економічною політикою [241]. Загалом виважена політика використання суверенного боргу для розробки природних ресурсів не лише підвищує прозорість інвестиційних рішень, але й заохочує ефективніше управління ними для заохочення приватних інвесторів на середньо- і довгострокові періоди.

На відміну від Венесуели, Ірану, Нігерії, Алжиру та Індонезії, у Норвегії надходження від експорту нафти не погіршили функціонування державних інституцій, що стало наслідком не лише професіоналізму державних службовців, але й підпорядкування нафтового сектору демократичним цілям. Нафтові надходження не були змарновані корупцією та безмістовними проектами. Хоча понад половину боргу використовували для розробки нафтових родовищ, як тільки виникла загроза надмірного зростання зовнішньої заборгованості навіть нафтогазовій компанії Statoil не було дозволено брати іноземні позики. На відміну від інших країн-експортерів, Норвегія добровільно відмовилася від зовнішніх позик між 1978 і 1983 рр., що дозволило уникнути боргової пастки 1979–1982 рр. [303].

У світовій практиці зовнішні запозичення неодноразово використовувались для державних інвестицій задля подолання економічної відсталості та пастки середнього рівня доходу (нездатність країни зі середнім рівнем доходу перейти в категорію країн із високим рівнем доходу внаслідок зростання витрат та зниження конкурентоспроможності), нейтралізації наслідків природних катаклізмів і фінансування військових потреб<sup>2</sup>. Прийнято вважати, що збільшення дефіциту бюджету та супутня акумуляція державного боргу можуть служити двом цілям: 1) міжчасовому перерозподілу доходу і 2) мінімізації чистих втрат від оподаткування [97].

---

<sup>2</sup> Зростання зовнішнього боргу в Латинській Америці збігається в часі зі зростанням видатків на військові цілі, як це демонструє збільшення втричі імпорту військової техніки між 1962–1971 і 1972–1981 рр. [355].

Державні капіталовкладення разом з приватними інвестиціями сприяють розвитку економіки через підвищення капіталоозброєності, передусім на випадок компліментарності до приватних інвестицій, що разом із супутніми технологічними змінами може забезпечити вищі реальні доходи для наступних поколінь [358].

Оскільки зростання економіки та ВВП сприяють підвищенню заощаджень, це може розглядатися як ознака доцільності стимулювання доходу за допомогою дефіциту бюджету. Так, у низці теоретичних концепцій враховано позитивний вплив урядових видатків на соціальний захист на заощадження, продуктивність фізичного і людського капіталу, інвестиції, зайнятість і зростання економіки [128; 328]. Л. Ліннеманн і А. Шаберт показали, що навіть при незначному впливі урядових видатків на виробничі процеси можна очікувати збільшення приватного споживання, реальної заробітної плати та зайнятості, якщо частка державного сектору в економіці не є надто високою, а для фінансування дефіциту бюджету використовуються боргові інструменти [301]. У такому разі відбувається зниження вартості заробітної плати, що дозволяє знизити інфляцію. Подібні переваги щодо фінансування дефіциту бюджету за допомогою акумуляції боргових зобов'язань підтверджуються іншими моделями, наприклад [302].

Припущення щодо прямого зв'язку між видатками бюджету і приватним споживанням має емпіричне підтвердження. А. Шклярєк визначив, що: а) урядові видатки мають кейнсіанські ефекти як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються (у цій групі країн вплив сильніший); б) податкові шоки не впливають на приватне споживання у розвинутих країнах, але у країнах, що розвиваються, мають кейнсіанський вплив [347].

Аргументація на користь державних інвестицій в інфраструктуру та інші проекти державного сектору як чинника економічного зростання досить поширена в економічній літературі [227; 236; 269]. Модернізація доріг, шкіл, лікарень або іншої інфраструктури як засіб підвищення продуктивності

виробництва, що відоме як «великий поштовх» [346], може фінансуватися збільшенням державного боргу, але ефективний результат можливий лише в поєднанні з іншими компонентами економічного розвитку [370]. Урядові витрати на державну інфраструктуру, навчання і охорону здоров'я можуть стимулювати економічне зростання, але можливості відповідного фінансування залежать від фіскальної позиції, тобто врахування наявного рівня боргу і структури податків [179]. Надмірні державні інвестиції можуть мати рестрикційний вплив через результуюче зростання відсоткових ставок і коштів обслуговування зовнішньої заборгованості. У країнах, що розвиваються, така тенденція посилюється низькою віддачею від державних капіталовкладень та обмеженням їхньої абсорбційної здатності [157; 310].

В. Істерлі, С. Ребелло [202] на підставі перехресних даних для 100 країн за період 1970–1988 рр. і панельних даних для 28 країн за період 1870–1988 рр. визначили, що інвестиції у державний транспорт, комунікації та освіту позитивно, а сукупні державні інвестиції – негативно корелюють з ВВП на душу населення, попри визнання ендогенності фіскальних змінних.

С. Девараян, В. Сваруп, В. Зої [195] за даними 1970–1990 рр. показали, що поточні державні видатки збільшують економічне зростання, але протилежно властиво урядовим капітальним вкладенням для країн, що розвиваються. Р. Кнеллер, М. Бліні, Н. Геммел [275] довели, що суттєве значення відіграють обмеження фіскальної політики, і для 22 країн ОЕСР за 1970–1995 рр. визначили: а) спотворююче оподаткування перешкоджає економічному зростанню, на відміну від нейтральних податків; б) конструктивні урядові видатки сприяють економічному зростанню, але непродуктивні видатки його гальмують; в) довгостроковий вплив фіскальної політики не вичерпується п'ятирічним терміном, як прийнято вважати в економічній літературі.

Д. Пут [330] в огляді опублікованих статей за 1983–1998 рр. не знаходить надійного підтвердження для зв'язку між урядовим споживанням і економічним зростанням, але наводить емпіричні докази негативного впливу

податків. Також зазначено позитивний вплив видатків на освіту та інфраструктуру на економічне зростання і негативний вплив видатків на оборону. А. Афонсо і Д. Алегре [90] встановили негативний вплив видатків на соціальний захист і позитивний вплив видатків на освіту на економічне зростання для 15 країн-членів ЄС за період 1990–2006 рр. К. Ангелополос, А. Філіпополос, А. Ціонас [107] за даними 23 країн ОЕСР в 1970–2000 рр. зробили висновок, що конструктивні державні видатки, податки з доходу від капіталу та корпоративного доходу сприяють економічному зростанню, але негативний вплив має оподаткування заробітної плати.

Неважко помітити, що навіть для подібних специфікацій і змінних результати емпіричних досліджень виглядають досить суперечливими. Масштабне дослідження відповідної проблематики проведено Н. Беносом [132], який досліджував вплив державних видатків на освіту, охорону здоров'я, захист навколишнього середовища, рекреацію, культуру та релігію, соціальні виплати (їх частка була найбільшою і становила 18,4 % від ВВП), економічну діяльність, захист громадського порядку та державну оборону. З використанням методу OLS для 14 країн-членів ЄС за період 1990–2006 рр. отримано, що видатки на інфраструктуру і захист прав власності мають позитивний вплив на економічне зростання, тоді як такого впливу не виявлено для соціальних видатків, що підтверджує інші суперечливі результати теоретичних та емпіричних праць щодо цих змінних.

Хоча зовнішні запозичення для фінансування державних інвестицій мають низку переваг, не обходиться без певних ризиків, таких як слабке виконання запланованих проектів, повільна корекція фіскальних показників для обслуговування боргу, тривалі негативні економічні шоки [157]. У підсумку, зростають ризики втрати боргової самодостатності [310]. Сильна залежність від сировинних товарів і проблеми, пов'язані з низьким економічним зростанням і зовнішнім боргом, названо основними проблемами *Цілей розвитку тисячоліття*. Спадні цінові тренди для товарів традиційного експорту підвищили рівень бідності менш розвинутих країн в

1980–1990-х рр. і стали основними причинами погіршення боргових індикаторів [232]. Окрім того, ціни на сировину є дуже мінливими. Погіршення умов торгівлі внаслідок падіння цін на сировину призводить до зниження експортних надходжень, прибутку і податків [166].

Численні дослідження, головним чином для країн з низьким рівнем доходу, не виявляють стимулюючого впливу зовнішньої заборгованості [189; 350]. Інструментальними чинниками стають: зменшення продуктивності капіталу і робочої сили, втрата валютних резервів на довгострокову перспективу, створення напруженості у банківській системі, яку переобтяжено зовнішніми борговими зобов'язаннями<sup>3</sup>. Водночас Ф. Лейн виявив для країн з низьким і середнім рівнем доходу, що існує зворотна залежність, коли обсяги зовнішнього боргу зростають у міру збільшення рівня ВВП [293]. Також більшим зовнішнім боргом відрізняються більш відкриті економіки [378].

Багато емпіричних досліджень було здійснено щодо виявлення взаємозалежності фіскальної політики та економічного зростання ще до розвитку моделей ендогенного зростання, а саме з початку 1980-х рр. Наприклад, Д. Ландау [291], використовуючи перехресні дані 104 країн, дослідив негативний зв'язок державного споживання як відсоток від ВВП і зростання на душу населення, тоді як Р. Корменді і П. Мегвайр [278], використовуючи перехресні дані для 47 країн, не знаходять статистично значущого підтвердження взаємозв'язку аналогічних показників у повоєнний період. Р. Барро [118] за даними 98 країн для повоєнного періоду робить висновок, що урядове споживання знижує ВВП на душу населення. Водночас раніше науковець дослідив, що експансійна фіскальна політика за допомогою продажу державних облігацій не стимулює економіку. Ця позиція отримала в

---

<sup>3</sup> У такому контексті не дивно, що для найбільш бідніших країн з високою заборгованістю (НІРСs) радикальне зменшення зовнішнього боргу дозволяє прискорити щорічне економічне зростання на 1% [181]. Інструментальним чинником стає збільшення інвестицій державного сектору за рахунок скорочення коштів обслуговування зовнішнього боргу.

економічній науці назву «тотожність Рікардо» і набула особливої популярності наприкінці 1980-х рр. [119].

Наявні емпіричні дослідження також доводять, що тривала експансійна фіскальна політика обмежує акумуляцію капіталу і може призвести до зниження економічного зростання в довготерміновій перспективі [103]. Так, у дослідженні П. Краєвського і М. Макевіча для 27 країн Європи протягом 1960–2003 рр. вказується, що зростання фіскального дефіциту на 1 % від ВВП зменшує показник інвестицій на 0,3 % від ВВП [280]. А. Шклярєк і Ф. Рамон-Балестер для 20 країн Латинської Америки протягом 1970–2002 рр. визначили, що зростання суверенного боргу має негативний вплив на економічне зростання [348].

Вважається, що зовнішнє фінансування дефіциту бюджету має низку вагомих переваг порівняно з внутрішніми запозиченнями. Зокрема, забезпечується доступ до зарубіжних ресурсів капіталу, тоді як внутрішні позики обмежуються їх перерозподілом усередині країни. За цих умов інвестиції за рахунок зовнішніх позик забезпечують кращу ефективність та активізують можливості для виплати боргу в майбутньому порівняно з фінансуванням інвестицій за рахунок додаткового податкового навантаження на теперішні покоління. Зовнішні позики для фінансування проектів у промисловості чи сільському господарстві, тобто витрачені продуктивно, створюють можливості для їх своєчасного обслуговування та супутнього збільшення національного багатства [221].

На відміну від зовнішніх запозичень, внутрішні позики призводять до підвищення відсоткових ставок, щонайменше у короткочасній перспективі, що може витіснити запозичення приватного сектору (ймовірно, сприяючи у такий спосіб зовнішнім позикам приватного сектору) [185]. Натомість зовнішні запозичення дозволяють уникнути небажаного ефекту «витіснення», хоча на довгострокову перспективу збільшення виплат з обслуговування боргових зобов'язань може ініціювати механізм дефляційного стримування в економіці.

Запозичення державного сектору в іноземній валюті можуть використовуватися для мінімізації ймовірності дефолту, навіть з врахуванням можливості девальвації грошової одиниці [260]. Непередбачувана монетарна політика створює невизначеність щодо майбутньої реальної вартості боргових зобов'язань у національній грошовій одиниці, що схиляє до використання іноземної валюти. Дещо парадоксально, але таку поведінку лише підсилює очікування девальвації, попри зростаючий валютний ризик. Відповідна аргументація стосується переважно приватного боргу, але може поширюватися на запозичення державного сектору. У цьому випадку головним чинником стає небажання інвесторів до придбання урядових боргових зобов'язань у місцевій грошовій одиниці.

Зовнішні запозичення державного сектору можуть використовуватися для згладжування приватного споживання та/або фінансування тих інвестиційних проектів, які не можуть ефективно реалізовуватися в приватному секторі. Якщо перша з можливостей передбачає радше обернений зв'язок між зовнішніми запозиченнями державного і приватного секторів, то в другому випадку ймовірнішим стає доповнювальний (комплементарний) характер таких запозичень. Обернений зв'язок є ймовірнішим, якщо збільшення державного зовнішнього боргу є реакцією на проблеми банківського і корпоративного секторів. Якщо з тих чи інших причин втрачено доступ приватних позичальників до світових фінансових ринків, державний зовнішній борг може використовуватися для підтримання фінансової стабільності банків і промислових компаній.

Кризу суверенного боргу слід нерозривно розглядати з банківськими кризами. Те, що банківські кризи призводять до боргових криз (наприклад, Ірландія, Іспанія) і навпаки (Греція, Португалія), засвідчує взаємну залежність банківського та урядового секторів [277]. Таку залежність можна пояснити проблемою «морального ризику» (англ. *moral hazard*) на випадок державних гарантій, коли банки та інші позичальники вкладають гроші у ризиковані проекти під високі відсотки. Як наслідок, на випадок негативних



макроекономічних шоків заборгованість приватного сектору трансформується у зовнішню заборгованість державного сектору [365]. Утім, така особливість може мати позитивні риси.

На підставі аналізу 118 системних банківських криз у промислових країнах і ринках, що формуються, в 1980–2008 рр. Е. Балдаччі, С. Гупта і К. Мулас-Гранадос визначили, що для скорочення тривалості кризових явищ може бути корисним збільшення урядових видатків на споживчі цілі [237]<sup>4</sup>. Такий варіант стимулювання сукупного попиту має переваги порівняно з двома альтернативними рішеннями: (1) збільшення інвестицій державного сектору чи (2) зменшення податків. Проте необхідною передумовою для такої фіскальної політики, яка передбачає фінансування антициклічного дефіциту бюджету за допомогою збільшення державного боргу, є наявність достатнього фіскального простору, тобто можливостей для збільшення обсягів запозичень державного сектору на самодостатній основі<sup>5</sup>. Якщо цього бракує, потенційні короточасні переваги акумуляції державного боргу втрачаються (утім, це не заперечує переваг від збільшення державних інвестицій на середньострокову перспективу). Оскільки під час фінансової кризи можливості внутрішнього фінансування дефіциту бюджету можуть бути обмеженими, використання зовнішніх запозичень виглядає доречним рішенням. Водночас потрібно визнати, що для багатьох країн, що розвиваються, можливості антициклічної макроекономічної політики обмежує брак достатніх фіскальних і валютних ресурсів [323]. Тим паче, це стосується глибоких структурних змін, які вимагають значного

---

<sup>4</sup> У середньому досліджувані банківські кризи позначилися збільшенням державного боргу на 39 % від ВВП, а дефіцит бюджету – на 6,9 пп. [237]. При цьому зниження темпу зростання ВВП становило 5 %. Пересічна банківська криза тривала 2,5 року, а у 80 % випадків кризові явища тривали від 1 до 4 років. Такі результати відповідають іншим дослідженням банківських криз.

<sup>5</sup> Розширення фіскального простору передбачає збільшення державного боргу до деякого рівноважного рівня (це означає зниження заборгованості державного сектору в періоди циклічного погравлення економіки) та поліпшення валютної і часової структури державних запозичень.

фінансування. Проте втрата можливостей зовнішніх запозичень якраз перешкоджає цьому<sup>6</sup>.

Надання фінансової допомоги проблемним банкам може відповідати особливостям країн зі слабкими інституційними засадами. Як показали Д. Даймонд і Р. Раджа [335], допомога для банківського сектору важлива передусім на випадок фінансування ними довгострокових інвестиційних проектів за допомогою короткочасних запозичень. Якщо економіка потерпає від інституційних проблем, банки можуть мати виняткову перевагу з погляду можливостей перетворення неліквідних активів у ліквідні, але коштом ризикованішого фінансування за допомогою короткочасних позик. Показано, що заходи потенційного зміцнення банківської системи за допомогою, наприклад, підвищення вищих резервних вимог для короткочасних зовнішніх запозичень, можуть створити проблеми для банківської діяльності та підвищити, як це не парадоксально, вразливість банківської системи до більшості макроекономічних шоків.

Як наголошується П. Кругманом [282], недостатнє регулювання і брак прозорості банківської діяльності створює подібний негативний ефект. Під час азійської кризи 1997–1998 рр. у Південній Кореї та Таїланді уряди були змушені перейняти зовнішні зобов'язання банків та інших фінансових посередників, що погіршило фіскальні показники.

Особливої уваги заслуговують країни з трансформаційною економікою, де дефіцити бюджету більшою мірою фінансувалися за допомогою державних зовнішніх позик, ніж це притаманно промисловим країнам. Частково це пояснюється обмеженою місткістю внутрішнього фінансового ринку та міркуваннями фінансової стабілізації, однак не менш важливо, що суверенні запозичення доречні саме у перехідний період, беручи до уваги

---

<sup>6</sup> Коли у серпні 1982 р. Мексика оголосила дефолт, це призвело до втрати можливості зовнішніх запозичень іншими країнами Латинської Америки. У відповідь на кризові явища більшість країн були змушені переорієнтуватися з політики імпортозаміщення (ISI) на стратегію експортноорієнтованої індустріалізації. Протягом боргової кризи 1980-х рр. зростання ВВП сповільнилося нижче, ніж на 2 % [112].

підвищену віддачу від інвестицій і порівняно високу вартість внутрішнього фінансування [216]. Для більшості трансформаційних економік важливість зовнішніх запозичень додатково обумовлюється такими чинниками, як низькі внутрішні заощадження та висока потреба в капіталі, але потрібно враховувати ризики надмірного збільшення державного зовнішнього боргу [265]. Передусім це стосується України та інших країн колишнього Радянського Союзу, які не мають тих формальних і неформальних гарантій, які передбачає членство в структурах ЄС.

Україна вперше зіткнулася зі серйозними труднощами щодо обслуговування суверенного боргу наприкінці 1998 р., що позначилося комплексом заходів щодо скорочення темпів збільшення державного боргу, здійснення конверсійних процедур і продовження середнього терміну погашення державних боргових зобов'язань шляхом проведення їхньої реструктуризації [54]. Тодішні борги пов'язувалися переважно з недостатніми заощадженнями в українській економіці та дефіцитом бюджету [16; 54; 29; 50].

На початку 2000-х рр. В. Лісовенко [46] визначив, що головними причинами зовнішніх запозичень українського уряду є дефіцит бюджету і поточного рахунку. Подальші запозичення рекомендувалося здійснювати лише в комплексі з поступовим зниженням рівня оподаткування, що є необхідною передумовою підвищення ділової активності та створення економічного фундаменту для обслуговування боргу в майбутньому. Уже тоді суттєвим чинником, який впливає на розвиток боргової ситуації в Україні, було визначено трансформацію заборгованості суб'єктів господарювання (що вдавалися до зовнішніх запозичень під державні гарантії) у прямий державний борг. Наголошувалося на важливості кредитних рейтингів.

З настанням світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) увага до проблематики суверенного боргу посилилася. Переважно вітчизняні вчені ставлять під сумнів ефективність залучення позикових коштів для

стимулювання економіки та нейтралізації наслідків фінансових криз. Так, В. Шевчук вважає, що помірне збільшення зовнішнього боргу, що супроводжується високою динамікою економічного зростання на інвестиційній основі та незначною інфляцією, зазвичай не передбачає макроекономічних дисбалансів [77]. Натомість прискорена його акумуляція загрожує прискоренням інфляції і стрімким погіршенням сальдо поточного рахунку, а це підвищує премію за ризик і обмежує можливість нових запозичень. За умови недостатніх валютних резервів центрального банку або несприятливих зовнішніх умов виникає повномасштабна фінансова криза, яка додатково погіршує можливості обслуговування зовнішнього боргу внаслідок дезорганізації виробничого сектору. Іншим ризикованим наслідком стимулювання сукупного попиту є супутнє збільшення імпорту, яке зумовлює контрастне погіршення сальдо поточного рахунку. Поєднання підвищеної інфляції та значного дефіциту поточного рахунку підвищує ризик дефолту і зазвичай провокує «раптову зупинку» (англ. sudden stop) потоків капіталу. Ця проблема загострюється при надмірному непродуктивному використанні запозичених коштів за відсутності значних приватних і державних заощаджень [77; 246]. У такому разі більша вартість обслуговування зовнішнього боргу позначається зниженням обсягів виробництва і приватного споживання [247]. Ще у 2011–2012 рр. стверджувалося, що в Україні зростання державної заборгованості досягло критичних меж [4, с. 9; 6, с. 78].

Важливим стимулом використання зовнішніх позик державного сектору є подолання пастки середнього рівня доходу. Надходження зовнішніх ресурсів при правильному макроекономічному менеджменті та інвестуванні у прогресивні проекти допомагають створенню продуктивних виробничих потужностей і таким чином підсилюють імпульси для економічного зростання. Зростання продуктивного потенціалу може привабити іноземні інвестиції та підвищити рівень внутрішніх заощаджень. У підсумку, потреба у майбутніх позиках, як і загальний борг, зменшиться до

незначного рівня, як це властиво так званім «тиграм» у Південній Азії на зразок Південної Кореї чи Малайзії [200].

Вважається, що від 1960-х рр. лише 13 країн здійснили успішний перехід зі середнього рівня доходу на вищий. П'ять з них – Ірландія, Португалія, Іспанія, Греція та Пуерто-Ріко – становлять особливу групу, яку характеризують стрімкий підйом і зосередження зростання в окремих регіонах. Екваторіальна Гвінея також є винятком з погляду забезпечення природними ресурсами. З другого боку, подібно до Ізраїлю та Маврикію, п'ять країн Східної Азії – Японія, Республіка Корея, Сінгапур, Гонконг і Тайвань – демонструють успішний приклад автономних зусиль поступового переходу з дна світової драбини доходу аж до її верхівки. Основним чинником стала здатність стимулювати технологічний прогрес і змінити напрям від стратегії імітації інновацій та імпорту іноземних технологій до використання власних винаходів<sup>7</sup>. Фундаментом для таких внутрішніх інновацій став захист прав інтелектуальної власності<sup>8</sup>. Зовнішні запозичення державного і приватного секторів дозволили реалізувати переваги від гнучких ринків праці та відкритої економічної політики як чинників оперативного перерозподілу робочої сили між секторами [165].

Водночас ті ж країни Південно-Східної Азії застерігають від надмірної акумуляції зовнішнього боргу. Хоча у структурі зовнішніх запозичень переважали зобов'язання приватного сектору, це не запобігло виникненню періодичних кризових явищ з початку 1980-х рр., а в 1997–1998 рр. у регіоні

---

<sup>7</sup> Для економік Східної Азії, що уникнули пастки середнього рівня доходу, притаманні такі спільні риси, як розвиток якісної інфраструктурної мережі, високошвидкісних комунікацій і технологій широкосмугового інтернет-зв'язку. Завдяки лібералізації телекомунікаційних мереж і супутнім реформам нормативної бази, країни регіону були здатні розвинути та вдосконалити доступ до інформації і телекомунікаційних послуг.

<sup>8</sup> Багато країн регіону стали глобальними лідерами патентування власних технологій. Використовуючи кількість патентів, випущених Бюро з реєстрації патентів і торгових марок США (англ. the United States Patent and Trademark Office) як міру, азійські країни оформили майже стільки ж патентів у розрахунку на 100 тис. осіб, що й розвинуті країни. Згідно з дослідженням Світового банку *Doing Business*, право на інтелектуальну власність в економіках Гонконгу, Південної Кореї, Сінгапуру і Тайваню конкурує з Японією, США та іншими країнами з високим рівнем доходу.

виникла повноцінна фінансова криза. Таїланд частіше за інші країни був змушений вдаватися до невідкладної допомоги міжнародних фінансових організацій (1981, 1982 та 1985 рр.), тому не дивно, що саме з цієї країни поширились кризові явища. Частина стандартних умов кредитування полягала у підвищенні цін на електроенергію та приватизації державних підприємств для збільшення частки приватного сектору в економіці та скорочення державної заборгованості [353].

Чи не найпереконливішим прикладом негативних наслідків акумуляції державного зовнішнього боргу є країни Латинської Америки. Оскільки бракувало продуктивних інвестицій, не виникало передумов для повернення позик. Протягом 1970-х рр. Бразилія, Аргентина та Мексика залучали надмірно великі суми позик для фінансування програм імпортозаміщуючої індустріалізації, але замість використання іноземних позик для розвитку експортного сектору, що мало забезпечити надійні надходження іноземної валюти, відбувалося надмірне збільшення імпорту – без супутнього зростання обсягів виробництва, хоча в 1970–1980-х рр. понад половину імпорту до Латинської Америки складали сировина і напівфабрикати для промисловості. Це пояснює слабкий зв'язок іноземних позик та інвестицій в реальний сектор економіки [355, с. 9]. Відсутність сприятливих умов для стійкого економічного зростання перешкодила створенню робочих місць на довгострокову перспективу [340]. До 1983 р. сума боргу в регіоні зросла до 50 % від ВВП або до 315 млрд дол. Інвестиційні буми завжди асоціювались з надмірними позиками і швидкою акумуляцією державного зовнішнього боргу [250; 333; 272].

Головні проблеми виникли ще в середині 1970-х рр., коли ціни на нафту зросли понад втричі (Додаток А), а оскільки багато латиноамериканських економік були імпортерами нафти, то зіштовхнулися зі значним збільшенням імпорту. Щобільше, відбувалося погіршення умов торгівлі за рахунок подорожчання промислових товарів. На початку 1980-х рр. зростання світової економіки уповільнилося, а відсоткові ставки стрімко

зросли, що призвело до численних девальвацій грошових одиниць і збільшення витрат на обслуговування зовнішнього боргу в країнах-боржниках [248, с. 179]<sup>9</sup>. Оскільки практикувалося рефінансування довгострокових офіційних позик з низькими відсотковими ставками за допомогою короткострокових комерційних позик з плаваючими відсотковими ставками, це створило невідповідність боргових активів і пасивів<sup>10</sup>. Така риса увиразнює важливість міжчасових аспектів акумуляції зовнішнього боргу державного сектору.

Якщо справджується відома тотожність Рікардо, зміна траєкторії урядового боргу не впливає на рівноважний стан в економіці. Звідси, відсутній будь-який вплив на відсоткові ставки. Певні підстави для такого твердження можна знайти у дослідженні С. Арданы, Ф. Каселлі і Т. Лейна, які виявили, що в країнах ОЕСР збільшення державного боргу впливає на відсоткову ставку лише після перевищення цим показником середнього рівня заборгованості [110]. Водночас отримано, що відсоткова ставка збільшується в разі підвищення загального рівня державного боргу країн ОЕСР. Подібно, калібрування динамічної моделі загальної рівноваги для даних 19 промислових країн показало, що вплив державного боргу на відсоткову ставку є слабким за умови зниження податків, але стає вагомим на випадок збільшення урядових видатків [274]. Калібрування іншої моделі для США показало, що значний приріст державного боргу в 2008–2009 рр. підвищує довгострокові ставки за тримісячними і десятирічними облігаціями уряду США лише на 10 та 15 базових пунктів відповідно, а у випадку 15-річних облігацій цей показник незначно зростає до 16 базових пунктів [352]. Хоча

---

<sup>9</sup> Окрім фінансової дестабілізації, криза зовнішньої заборгованості 1982–1984 рр. позначилася колапсом авторитарних режимів, зокрема в Аргентині.

<sup>10</sup> Типова позика країн з низьким доходом складалась із синдикованого середньо- та довгострокового кредиту з плаваючими відсотковими ставками, яка була прикріплена до шестимісячної London Interbank Offering Rate (LIBOR). Приблизно дві третини загального боргу країн, що розвиваються, було прикріплено до плаваючої ставки LIBOR, що підвищило чутливість до переоцінки ризику провованої змінами макроекономічних умов у країнах-кредиторах [248].

вплив на відсоткову ставку видається обмеженим, інші аспекти акумуляції державного боргу не можуть бути ігноровані.

Одним зі способів порушення нейтральності боргу є включення нових поколінь, які користають із заощаджень старших поколінь [143]. Урядовий борг втрачає нейтральність, коли зміна траєкторії боргу (при підтримці урядової платоспроможності через вирівнювання траєкторії нейтральних податків) впливає на рівноважну траєкторію економіки. Якщо уряд відкладає оподаткування (через емісію боргу в поточному періоді), майбутні покоління будуть нести тягар більших податків. Оскільки теперішні покоління не усвідомлюють сповна майбутній податковий тягар, пов'язаний з теперішнім зниженням податків, це означає, що зниження податків сьогодні важить більше, ніж теперішня дисконтована вартість усіх майбутніх податків. Теперішнє покоління сприймає частину державного боргу як чисті активи та підвищує споживання коштом зниження фізичного капіталу. Тому через підвищення поточного рівня боргу та зміщення розподілу багатства між поколіннями уряд депресивно впливає на акумуляцію фізичного капіталу і підвищує відсоткову ставку [274]. Інші пояснення, що заперечують логіку тотожності Рікардо, можна згрупувати за такими характеристиками: 1) економіка має обмежений горизонт функціонування, відсутній альтруїзм або родини не мають дітей; 2) недосконалість ринків капіталу, передусім на випадок фінансових обмежень для окремих учасників ринку або використання різних відсоткових ставок для окремих позичальників; 3) присутність іншої, ніж альтруїстична, мотивації для окремих індивідумів; 4) невизначеність щодо майбутнього доходу; 5) спотворення фіскальної політики; 6) обмежена раціональність споживачів [148]. Відхилення від рікардіанських поглядів створює зв'язок між траєкторією державного боргу, податками та інфляцією [271], а одним із чинників, які потенційно заперечують логіку тотожності Рікардо, є значний зовнішній борг [148]. Інфляція може впливати на реальну вартість боргових зобов'язань [96], наприклад, через механізм дефляції боргу [164]. Для економік з високим



рівнем середньострокового урядового боргу цей зв'язок може бути достатнім, щоб перешкодити підтриманню цінової стабільності центральним банком.

Переважно зовнішні запозичення обох секторів – державного і приватного – розглядаються як ефективний інструмент стимулювання економічного зростання, якщо обсяги заборгованості не перевищують деякого порогового (граничного, межового) значення. Такий результат отримано як для промислових країн, так і країн з низьким і середнім рівнем доходу. Приміром, для 27 країн, що розвиваються, межу конструктивної акумуляції державного зовнішнього боргу отримано на досить високому рівні – 84 % від ВВП [200].

При низькому рівні зовнішнього боргу державного і приватного секторів вагомим перевагам створює можливість ефективної імплементації та координації економічних реформ, попередження або полегшення перебігу кризових явищ економічного або соціального характеру<sup>11</sup>. Водночас після досягнення деякої критичної межі (англ. threshold), яка для різних країн є відмінною, використання позичених за кордоном коштів стає неефективним і зазвичай має негативні наслідки в довгостроковому періоді [255].

На основі досвіду вирівнювання минулих дефіцитів поточного рахунку проблема акумулювання надмірного державного боргу понад деяке граничне значення традиційно визначається як загроза довгостроковому економічному зростанню, хоча трактування відповідного порогового значення для різних груп країн суттєво відрізняється. Якщо збільшення державного боргу в країнах з невисоким значенням цього показника переважно не створює загрози, то надмірна акумуляція державної заборгованості призводить до відпливу капіталу, зростання інфляції, зниження економічного зростання, девальвації національної валюти, зростання податків. На початку 1980-х рр. у такій ситуації опинилися країни Латинської Америки, а під кінець 1990-х –

---

<sup>11</sup> У короткочасному періоді, на відміну від довгострокової перспективи, боргове фінансування підвищує рівень цін менше, ніж безпосередня грошова емісія. В економіці з ціновою і грошовою нестабільністю стабілізуючий вплив підсилюється зміцненням грошової одиниці.

країни Південно-Східної Азії. Останнім часом подібна ситуація виникла у країнах Південної Європи [319]. Тому ефективна політика управління державним зовнішнім боргом набуває вагомого значення.

Р. Маріано і Д. Віллануева запропонували модель, у якій сукупна вартість капіталу залежить від внутрішніх заощаджень і зовнішніх запозичень (це передбачає підтримання дефіциту поточного рахунку). Коли гранична віддача від капіталу спадає до рівня відсоткової ставки для деякого рівноважного співвідношення «капітал/праця», динаміка зростання зовнішнього боргу і доходу вирівнюється, що дозволяє стабілізувати співвідношення «зовнішній борг/ВВП». Короткочасні відхилення від рівноважного співвідношення виникають внаслідок змін граничної схильності до заощаджень, доходу після оподаткування (*англ.* disposable income), світової відсоткової ставки, амортизації, темпу зростання робочої сили, технологічного прогресу, відчуття ризику тощо [307].

Стабільна траєкторія боргу необхідна для запобігання кризам платіжного балансу, як це засвідчує досвід країн Латинської Америки 1980–1990-х рр., передусім Бразилії, Аргентини і Мексики. Тривалий дефіцит поточного рахунку, накопичення зовнішнього боргу та підвищення вартості його обслуговування може призвести до валютних криз, які мають власний дестабілізуючий вплив. Як наголошують Г. Кальво, А. Ізкуердо і Е. Талві [161], «раптова зупинка» потоків капіталу провокує реверс поточного рахунку і девальвацію грошової одиниці, яка має значно негативніший ефект у країнах зі значним суверенним боргом<sup>12</sup>. У такому разі єдиним ефективним методом підтримки макроекономічної стабільності стає бюджетний профіцит, що може обмежити сукупний попит і економічну активність [203]. Доцільність профіциту бюджету зростає на випадок підвищення світової

---

<sup>12</sup> Незалежно від трансмісійного механізму (прямий фіскальний канал, банківська криза чи структура боргу), вплив фіскального дефіциту на ймовірність валютної кризи більший за високих рівнів боргу (понад 90 % від ВВП) [220].

відсоткової ставки, адже альтернативою стає відмова від обслуговування боргових зобов'язань – дефолт [290].

Зовнішній борг підвищує ймовірність виникнення та ускладнює перебіг валютної і боргової криз, як у випадку Аргентини (2001 р.) та Уругваю (2002 р.) [341]. Ризики зростають, коли значні запозичення здійснюються швидкими темпами, банківська система схильна до криз, а валютні резерви замалі. Наслідком стає глибокий економічний спад. У моделях з браком гнучкості цін номінальна девальвація при заборгованості в іноземній валюті є радше рестрикційною, оскільки зростає вартість зовнішнього боргу (у національній грошовій одиниці). Ситуацію ускладнюють значна частка короткострокового боргу [188, с. 14] та порівняно незначний сектор товарів зовнішньої торгівлі. Очікування дефолту на випадок девальвації може призвести до кризи ліквідності та стрімкого обмеження обсягів кредитування [305].

По суті, у традиційних моделях валютних криз, наприклад [281], першоджерелом проблем платіжного балансу вважається криза внутрішнього боргу. Навіть нещодавні моделі, які враховують очікування, що самосправджуються (англ. *self-fulfilling expectations*), і дисбаланси приватного сектору [282], надалі визнають державний сектор головним чинником валютних криз. У деяких випадках події на зразок девальвації грошової одиниці або оголошення дефолту ініціюють негайний і значний негативний вплив на інші країни в межах окремого регіону або навіть у ширшому масштабі. Явище, що отримало назву ефекту «зараження», проявилось виразно після девальвації тайландського бата у липні 1997 р., що відразу ж позначилося фінансовою нестабільністю в інших країнах регіону: Індонезії, Південній Кореї, Малайзії та Філіппінах. Подібно наслідки російського дефолту (серпень 1998 р.) стали відчутними не лише в країнах колишнього Радянського Союзу, але й у Гонконгу, Бразилії, Мексиці та інших ринках, що формуються [264].

Ефективне управління боргом може забезпечити додатковий час на проведення заходів економії у державному і приватному секторах, але

відкладення таких заходів може бути затратним у довгостроковій перспективі. Кризові явища стають частішими і жорсткішими за умови значного короткочасного боргу та незначних прямих іноземних інвестицій і валютних резервів передусім через те, що за умови значних валютних боргів баланси підприємств і домашніх господарств стають чутливими до змін обмінного курсу та короткострокових відсоткових ставок (балансовий ефект). Якщо в разі відпливу капіталу необхідне вирівнювання платіжного балансу стає практично негайним (замість «проїдання» валютних резервів і додаткових короткочасних валютних запозичень), цей процес відбувається на кращих умовах [219]. Якщо державні інвестиції зростають занадто швидко, супутнє зростання суверенного боргу може дестабілізувати економіку<sup>13</sup>. Щобільше, зростає рівень неефективності, що пов'язано з обмеженою «поглинаючою здатністю» економіки, звідси – більша частка інвестицій буде використана неефективно.

Порівняно низький борг дозволяє ефективно управляти бюджетом і нейтралізувати наслідки дестабілізуючих макроекономічних шоків, тим паче, що багато інвестиційних проектів запроваджувалися радше для отримання політичних дивідендів. Досвід багатьох країн засвідчує, що за умови виникнення макроекономічних шоків більший урядовий борг не лише збільшує вартість його обслуговування, але й знижує якість управління економічними процесами, а в деяких екстремальних випадках призводить до втрати незалежного управління фіскальною політикою [221].

Для багатьох країн з можливістю зовнішніх запозичень виникає своєрідне «фіскальне зміщення», коли дефіцит бюджету перевищує деяке оптимальне значення. Це дозволяє отримати певний короткочасний вигравш з погляду нижчих податків чи вищих урядових видатків, що не завжди схиляє до розуміння довгострокових ризиків. Політики зазвичай зловживають

---

<sup>13</sup> Г. Легрензі та К. Мілас емпірично підтвердили, що корекція економічної політики відбувається лише тоді, коли борг перевищує певне порогове значення, яке залежить від боргової передісторії [296].

бюджетними можливостями для збільшення власних шансів на виборах. Перенесення боргового тягаря на майбутні покоління виглядає безпрограшним [318].

Планування оптимальної боргової траєкторії не виглядає тривіальним, передусім для трансформаційних економік. Важко знайти оптимальне співвідношення між структурними перетвореннями та рівновагою платіжного балансу, яка безпосередньо стосується боргових запозичень [245]. Головна помилка більшості країн полягала у нехтуванні потребою відчутного збільшення валютних надходжень для майбутнього обслуговування зовнішнього боргу. Якраз навпаки, можливості запозичень використовувалися для розширення державного сектору, наприклад під час амбіційних програм індустріалізації. Хоча малось на увазі передусім заміщення імпорту, більшість підприємств збільшували попит на іноземну валюту, що лише підвищило залежність від зовнішнього фінансування. При цьому провина за неминучі в таких випадках кризи платіжного балансу зазвичай перекладалася на реалії несправедливого товарного обміну з промисловими країнами<sup>14</sup>.

Водночас уряди бідніших країн часто критикуються за нездатність провести вчасну девальвацію грошової одиниці для забезпечення належної конкурентоспроможності експортного сектору та обмеження імпорту. Контраргумент полягає у тому, що девальвація має відчутний інфляційний вплив (ефект «переносу» (англ. pass-through effect)), а це нівелює отримане поліпшення цінової конкурентоспроможності. Також девальвація небажана з міркувань балансового ефекту. Якщо немає можливостей ефективного заміщення імпорту, слабкість грошової одиниці призводить до подорожчання імпортних факторів виробництва, що перешкоджає, наприклад, збільшенню

---

<sup>14</sup> В одній з інтерпретацій проблему створюють субсидії для промислових виробників у розвинутих країнах Заходу, що штучно занижує вартість продукції порівняно з країнами, які розвиваються, і таким чином не дозволяє розвинути місцевій промисловості.

експорту сільськогосподарської продукції. Водночас втрачаються можливості становлення конкурентоспроможного промислового сектору.

Економіки з ринками, що формуються, запозичують короткостроковий борг через високу премію за ризик, встановлену міжнародними ринками капіталу на довгостроковий борг. Оскільки довгострокові запозичення переносять ризик на власників облігацій, уряд намагається досягти компромісу між безпечнішими довгостроковими позиками і дешевшим короткостроковим боргом. Під час кризових явищ премія за ризик зростає, що посилює переваги короткострокових позик [153].

Для країн, що розвиваються, властива так звана проблема «початкового гріха» (англ. original sin) [206], коли резиденти не мають можливості здійснювати довгострокові позики у власній валюті, тому змушені звертатися до позик в іноземній валюті [116]. У ширшому розумінні фіскальну політику країн, що розвиваються, відрізняють чотири основних аспекти: (1) набагато нижча частка податкових надходжень у ВВП, які, до того ж, нестабільніші, (2) країни з нестабільними податковими надходженнями мають менші обсяги державного боргу, (3) циклічна нестабільність урядових видатків значно перевищує циклічні коливання видатків приватного сектору, (4) характер залежності сальдо бюджету від ВВП [311]. Такий недолік фінансових ринків створює нестійкість в економіці, яка потерпає від невідповідності валют (проекти, які створюють надходження в місцевій валюті, фінансуються іноземними позиками) та неузгодженості щодо термінів (довгострокові проекти фінансуються короткостроковими позиками). За таких умов коливання обмінних курсів супроводжуються ефектом добробуту (залежність приватного споживання від реальної вартості грошових та інших активів), який обмежує ефективність монетарної політики [93; 175].

Стан зовнішньої заборгованості та економічного розвитку залежить від згаданих вище інституційних чинників. Зокрема, більш демократичні країни мають розвинутіший ринок облігацій. Підвищення прозорості політичного середовища сприяє довірі інвесторів та асоціюється з якістю прийняття

рішень, кращим сприйняттям населенням політичного процесу, у тому числі макроекономічної політики. У контексті посткомуністичної інституційної невизначеності якість державного управління на всіх рівнях відіграла навіть більшу роль, ніж у країнах Латинської Америки, маючи вплив на початок та імплементацію економічних реформ [331]. Приміром, для приватного сектору країн Центрально-Східної Європи (ЦСЄ) банківські позики залишаються основною формою зовнішніх запозичень. Для країн регіону загалом цей показник становить 70 % зовнішніх запозичень приватного сектору, з них близько 55 % – нефінансовим корпораціям і 45 % – місцевим банкам. Але він суттєво відрізняється між країнами: у країнах Балтії та деяких країнах Центральної Європи (Угорщина, Словенія) позики банкам є домінуючими, тоді як у Хорватії, Україні та Молдові транскордонні позики нефінансовим фірмам відіграють значно більшу роль. Для державного сектору країн Центральної і Південно-Східної Європи (ЦПСЄ) видається, що домінуюча форма зовнішнього фінансування залежить від глибини фінансових ринків у кожній країні. Уряди більшості країн-членів ЄС і Туреччини оперували, головним чином, на ринку облігацій зі суттєвою участю інвесторів-нерезидентів. Однак для країн зі значно менш розвинутим ринком облігацій, як Боснія та Герцеговина і Албанія, позики є основним інструментом зовнішнього фінансування [174].

Важливим інституційним фактором стає режим обмінного курсу. Прив'язка національної валюти може забезпечити бажану надійність і розширити внутрішній фінансовий ринок, але так само виникають стимули для емісії короткочасного боргу в іноземній валюті, що сприяє доларизації<sup>15</sup> зобов'язань. З другого боку, інвестори в середовищі з гнучким обмінним курсом (де-юре або де-факто) схильні менше хвилюватися через девальвацію

---

<sup>15</sup> Доларизація – економічне явище, суть якого полягає у витісненні національної грошової одиниці стабільнішою іноземною валютою. В економічній літературі виділяють три види доларизації: офіційна (Панама, Еквадор), напівофіційна (Таджикистан, Багами, Бруней), неофіційна доларизація (тверда валюта відіграє важливу роль у проведенні великих операцій і накопиченні заощаджень) [51].

та інфляційні епізоди, які здатні зменшити реальну вартість їх активів. Також виникають кращі можливості для фінансування дефіциту бюджету за допомогою внутрішніх облігацій, що нівелює валютні ризики.

З-поміж інших інституційних чинників на увагу заслуговують корупція та ступінь довіри до економічної політики. Країни з меншою корупцією краще управляють борговими зобов'язаннями, що допомагає знизити критичний рівень державного боргу [259]. Невпевненість щодо фіскальної політики зазвичай генерує відтік капіталу та менші інвестиції. Також виникають стимули для надмірної акумуляції зовнішнього боргу [98]. Загалом інституційні фактори пов'язують покращення бюрократичної якості та демократичної підзвітності з нижчою ймовірністю боргової кризи.

Підсумовуючи зроблений огляд макроекономічних наслідків акумуляції суверенного боргу, практика країн (Норвегія, країни Південно-Східної Азії) не заперечує, що це може бути чинником економічного зростання на самодостатній основі – без погіршення рівноваги платіжного балансу. Проте необхідною умовою такого розвитку подій є відчутний інвестиційний ефект, хоча не слід легковажити іншими механізмами – такими, як згладжування приватного споживання чи стабілізація обмінного курсу. Для трансформаційних економік важливою стає можливість ефективної імплементації та координації економічних реформ. Якщо державні зовнішні запозичення використовуються для вирішення короткострокових завдань, не мають виразного інвестиційного спрямування або слугують відкладенню назрілих структурних реформ, наслідком стають підвищена вразливість до кризових явищ і зниження довгострокового темпу економічного зростання. Докладніше макроекономічні механізми суверенних запозичень розглянуто нижче.



## 1.2. Макроекономічні механізми державного зовнішнього боргу

Як макроекономічна змінна, державний борг береться до уваги в теоретичних і емпіричних дослідженнях, що стосуються багатьох різнопланових чинників: 1) міжчасового бюджетного обмеження; 2) перерозподілу доходу між поколіннями; 3) ефективності оподаткування; 4) ефективності та стабільності фінансових ринків; 5) факторів, які провокують міжнародні фінансові кризи та політичні дії, направлені на їх уникнення; 6) добробуту населення; 8) системи соціального забезпечення; 9) заощаджень приватного сектору тощо [334].

У найпростішому трактуванні короткострокова макроекономічна ефективність державних запозичень як елемента фіскальної політики залежить від впливу на сукупний попит [325]. Хоча аналіз фіскальної політики переважно здійснюється на макроекономічному рівні, вагомими є два мікроекономічні канали впливу на сукупний попит. Перший з них стосується акумуляції капіталу в державному секторі та оперує через виробничу функцію. Якщо державний капітал включено у виробничу функцію, приріст основного капіталу (державні інвестиційні видатки) може впливати на зайнятість приватного сектору та його інвестиційні витрати. Другий канал передбачає вплив на споживання домогосподарств і оперує через функцію корисності. Економісти двох основних шкіл – кейнсіанської і класичної – наслідки фіскальної політики розрізняють залежно від часового горизонту (Додаток Б).

Економісти класичної школи описують економіку при повній зайнятості і без надлишкових виробничих потужностей. Дохід ( $Y$ ) дорівнює потенційному рівню ( $Y^*$ ), а сукупний попит ( $D$ ) відповідає пропозиції через вирівнювання номінальних заробітних плат, цін і відсоткових ставок (реальних і номінальних), так що  $Y=Y^*=D$ . Вибір між боргом і податками вважався несуттєвим у визначенні інфляції. Оскільки боргове фінансування призводить до скорочення приватних інвестицій, очікуваного зростання додаткового попиту не відбувається. А інфляція стає наслідком зростання грошової маси.

Кейнсіанська школа описує економіку з неповною зайнятістю та надлишковими потужностями. Дохід дорівнює попиту і може бути суттєво меншим від деякого максимально можливого (або природного) рівня ( $Y=D<Y^*$ ). У канонічному кейнсіанському підході дефіцит бюджету погіршує поточний рахунок, але проблема супутньої акумуляції державного боргу при цьому практично не аналізується<sup>16</sup>. Так, праці Д. Флемінга [217], Р. Манделла [317], П. Волкера [366], С. Керні та М. Монад'ємі [268] показують, що значні урядові дефіцити призводять до зростання торговельного дефіциту через різні трансмісійні механізми<sup>17</sup>, але констатація цього факту переважно не супроводжується аналізом джерел обслуговування державного боргу, який створює вагомні ризики. Якщо не відбувається очікуваного відновлення динаміки доходу, проблема державного боргу стає критичною.

У післявоєнні роки економісти кейнсіанської школи вважали, що внутрішній борг не створює проблем, оскільки передбачає вилучення реальних ресурсів для стимулювання попиту, а відсоткові платежі зумовлюють перерозподіл доходу радше між платниками податків і власниками боргу, ніж між поколіннями [288]. У такому контексті дещо дивно, що саме логіку кейнсіанської теорії покладено в основу політики боротьби зі світовою фінансовою кризою 2008–2009 рр. Очікувалося, що значне збільшення дефіциту бюджету збереже ліквідність фінансових установ, запобігатиме зменшенню доходу, слугуватиме зниженню очікувань дефляції і таким чином підтримуватиме приватне споживання на рівноважному рівні. Відповідно, можуть виникнути передумови для зниження безробіття.

<sup>16</sup> Виробництво менш чутливе до реальних зовнішніх шоків за плаваючого обмінного курсу в кейнсіанській моделі Манделла-Флемінга. За умови високого боргу в іноземній валюті девальвація не лише збільшує експорт, але й зменшує інвестиції через балансний ефект [362].

<sup>17</sup> У моделі Манделла-Флемінга таким трансмісійним механізмом є підвищення відсоткової ставки, що призводить до припливу капіталу, зміцнення валюти та погіршення поточного рахунку; дефіцит бюджету призводить до надмірної абсорбції, зростання імпорту та кореспондуючого погіршення поточного рахунку.

Окрім США, фіскальні стимули практикували Велика Британія та Китай, але в останніх двох випадках помітно специфічні риси. Водночас Німеччина та Франція утрималися від широкомасштабного фіскального стимулювання економіки, що пояснюється передусім міркуваннями фінансової стабільності та запобігання кризовим явищам, зокрема з врахуванням слабкості країн європейської «периферії». Також слід зауважити, що Німеччина має додатне сальдо поточного рахунку, у Франції цей показник був додатним до 2005 р., а потім поступово погіршився.

Зрештою, Д. Кейнс вважав, що стимулюючий вплив здійснює не так сальдо бюджету як елемент сукупного попиту, а збільшення приватного споживання, що стає наслідком зростання доходу (ефект мультиплікатора) [270]. Якщо приватне споживання не зростає, то стимулюючий вплив буде слабким. Хоча кейнсіанський підхід зазнав численних невдач протягом 1970-х рр., політика стимулювання попиту в циклі ділової активності далі посідає центральне місце в економічній науці. Беручи до уваги широке застосування такої політики протягом останніх десятиліть, рівень державного боргу в країнах ОЕСР значно зріс і в багатьох країнах досяг критичної межі, що спонукало до фіскальної консолідації. Протягом 1990-х рр. формальний привід для стабілізації державного боргу європейських країн був підсилений Пактом стабільності та зростання [360], але його практичні результати не варто переоцінювати. Зокрема, це не перешкодило виникненню потужної боргової кризи в Греції. Припускається, що на такому тлі антициклічне збільшення урядових видатків, швидше за все, позначиться скороченням приватного споживання, що можна пояснити далекоглядністю домогосподарств та фірм [187].

Головною слабкістю кейнсіанської моделі Манделла-Флемінга, яка передбачає доволі значні фіскальні мультиплікатори залежно від граничної схильності приватного споживання та попиту на імпорт від доходу, є статичність. Оскільки увагу зосереджено на короткочасних ефектах, знехтувано впливом чистих інвестицій на нагромадження продуктивного

капіталу та дисбалансів поточного рахунку – на зовнішній борг [276]. Короткострокові мультиплікатори та напрям зміни валютного курсу залежать від розміру початкового рівня боргу. Однак ці припущення не розповсюджуються на довгостроковий період [222]. Передусім це стосується країн з нижчим рівнем доходу.

В дусі кейнсіанської традиції у післявоєнний час зовнішні запозичення державного і приватного секторів розглядалися засобом подолання бідності та інструментальним чинником «великого поштовху» [201]. Вважалося, що стимулювання внутрішнього попиту дозволить активізувати інвестиції, а це підсилить первісний мультиплікаційний ефект зовнішніх впливів. Проте насправді це не відбувалося внаслідок інституційних перешкод, пільгового кредитування та низької дохідності амбіційних проектів із заміщення імпорту. Так само невдалими виявилися теоретичні конструкції моделі зростання з двома дефіцитами – браком внутрішніх заощаджень та іноземної валюти для фінансування імпорту. У неокласичних моделях зовнішні запозичення обґрунтовувалися логікою абсолютної конвергенції, однак на практиці потужні перешкоди створюють ті ж інституційні проблеми (корупція, недосконала регуляторна система, політична і економічна невизначеність), висока вразливість до зовнішніх шоків і низька якість людського капіталу, що не дозволяє реалізувати інвестиційні проекти з високою дохідністю. Макроекономічна нестабільність, що стає наслідком проблем з обслуговування зовнішнього боргу, доповнює перелік негативних чинників.

Ефективність фіскальної політики поставлено під сумнів прихильниками монетаризму, які наполягали, що довгострокова чиста фіскальна експансія (тобто без кореспондуючих змін у попиті на гроші) має позначитися або витісненням, або зміною структури приватного споживання, маючи порівняно незначний вплив на сукупний попит, дохід і зайнятість. Усвідомлення важливості врахування очікувань та ефекту добробуту призвело до появи динамічної інтерпретації кейнсіанського розуміння рівноваги на грошовому ринку (рівняння LM) з урядовим бюджетним

обмеженням [354]. Якщо зростання поточної вартості майбутніх податкових зобов'язань дорівнює вартості урядового боргу, змін сукупного попиту немає (крива IS залишається без змін). Як показав О. Бланчар, за таких умов стрімке збільшення державного боргу може мати на початковому етапі радше рестрикційний, аніж стимулюючий вплив<sup>18</sup> [141].

У найновішій версії моделі Манделла-Флемінга, запропонованій П. Кругманом, передбачено, що у відповідь на екзогенне зростання сукупного попиту початкова ревальвація грошової одиниці на віддаленішу перспективу змінюється її тривалою девальвацією через акумуляцію зовнішньої заборгованості та супутнє знецінення активів [282]. Пізніше в IS-LM модель було включено фактор ризику для більш реалістичного обґрунтування економічної політики [376].

Школа неокласичної макроекономіки, що переважає у професійних колах з 1970-х рр., продовжує традиції класичної школи і зосереджується на питаннях невизначеності та раціональних очікувань<sup>19</sup>. Неокласичні моделі зростання стали основою для вивчення макроекономічних ефектів фіскальної політики, щонайменше від появи моделі [125]. Коли податок на прибуток знижується, а урядовий бюджет збалансовується акордним податком, цей клас моделей генерує суттєве зростання, спричинене вищими очікуваними доходами від робочої сили та інвестицій. Однак скорочення податків не завжди має позитивні результати зростання, які досягаються в моделях без боргових механізмів. Оскільки рівноважний темп зростання ВВП не

---

<sup>18</sup> Раптове непередбачуване зростання урядових видатків до вищого перманентного рівня призводить до стрибка довгострокових відсоткових ставок і поступового зростання рівня цін до нової рівноваги за існування тимчасової експансії виробництва; відбуватиметься більше витіснення інвестицій, але без спотворюючого впливу фіскальної експансії на виробництво. З другого боку, якщо раптово приймається рішення, що відтепер урядові видатки зростатимуть поступово до вищого рівня, тоді довгострокові відсоткові ставки негайно підскочать до вищого рівноважного рівня; це матиме депресивний вплив на попит і домінуватиме над стимулюючим ефектом.

<sup>19</sup> Економіка вважається такою, що функціонує на природному рівні доходу, якщо немає непередбачуваних шоків та політичних заворушень. Врахування очікувань призводить до формулювання політичних дискусій у вираженні політичних правил і політичних передбачень, а питання політичної ефективності інтерпретується в координатах ефективності передбачуваної системної політики.

залежить від фіскальної політики, фінансоване скорочення податків за допомогою боргу неодмінно передбачає майбутнє зменшення дефіциту бюджету для дотримання міжчасового бюджетного обмеження<sup>20</sup>. Очікування майбутньої політики взаємодіють з трудовими та інвестиційними стимулами від поточного скорочення податків [309]. В економіці з акордним оподаткуванням немає обмежень на рівень урядового зовнішнього боргу, але зростання боргу має бути меншим від  $1+r^*$ , якщо дотримується міжчасове бюджетне обмеження [322].

У традиційній неокласичній моделі зростання з негнучкими цінами, податковими деформаціями і монетарною політикою Т. Дейвіг, Е. Ліпер і Т. Уокер вважають, що традиційне поєднання монетарної політики для регулювання інфляції і податкової – для вирішення проблеми державного боргу не може стабілізувати приватні очікування щодо можливості досягнення цих цілей. У міру досягнення власного порогового значення державний борг підвищує рівень податків, що прискорює фактичну і очікувану інфляцію. Непевність щодо фіскальної межі та майбутньої політики фіскальної консолідації згладжує ефекти очікування [192].

Х. Струлік і Т. Трімборн демонструють, що зростання урядових витратків навіть шкідливе для стимулювання доходу [356]. З другого боку, М. Деверо, Х. Аллен і Л. Беверлі для неокласичної моделі з ефектами від масштабу виробництва і монополістичною конкуренцією показали, що вище урядове споживання генерує ендогенне зростання сукупної продуктивності, а це сприяє підвищенню заробітної плати і приватного споживання [196].

Ефект «витіснення» приватних інвестицій присутній як у відкритій, так і закритій економіці. Щобільше, тотожність Рікардо не справджується, якщо враховано податок на прибуток. Приватне споживання більш згладжене у відкритій економіці внаслідок мобільності капіталу. Державні інвестиції

---

<sup>20</sup> Використовуючи неокласичну модель для Японії, Г. Хансен і С. Імрогоруглу отримали, що для підтримки фіскальної стійкості необхідне збільшення податкової бази до 30–40 % від сукупного споживання [239].

спричиняють дефіцит бюджету та поточного рахунку у відкритій економіці, обмежуючи рівень доходу і зайнятості на довгострокову перспективу [253].

Розширена модель Солоу-Свона передбачає, що збільшення урядових видатків, яке фінансується внутрішніми чи зовнішніми запозиченнями, призводить до ще більшого зростання заборгованості. Застосування правила стабілізації боргу забезпечує стабільний борговий процес, але вимагає належної політичної волі. Акумуляція суверенного боргу доцільна лише за умови збільшення інвестицій, що позначається вищими податковими надходженнями [244, с. 420–421].

Моделі неокейнсіанської економіки враховують недосконалу конкуренцію та брак цінової еластичності, поєднуючи два завдання: 1) монетарне (контроль за інфляцією) та 2) фіскальне (підтримка стабільності державного боргу) [224; 205]<sup>21</sup>. Тимчасове зростання заборгованості не впливає на інфляцію, якщо домогосподарства очікують, що необхідна корекція відбудеться через зменшення соціальних видатків. Але очікувана переорієнтація монетарної політики від таргетування інфляції до стабілізації боргу призводить до прискорення інфляції. Ця інформація знижує очікуваний профіцит і може перенести майбутню інфляцію в поточний період. При зростанні державного боргу і податків підвищується ймовірність досягнення фіскального ліміту<sup>22</sup> [191].

Аналізуючи ефективність фіскальних стимулів у США (2009 р.), Т. Драутцберг і Х. Уліг за допомогою моделі Сметса-Воутерса окремо розглядають вплив урядових видатків на споживання та інвестиції. Дискреційні державні інвестиції підвищують продуктивність приватного сектору, але можуть витіснити приватні інвестиції. Помірно позитивний (короткостроковий) і помірно негативний (довгостроковий) фіскальні

---

<sup>21</sup> За активної фіскальної та пасивної монетарної політики, фінансоване (шляхом боргу) скорочення податків не підвищує поточну вартість майбутніх податків, тож воно сприймається домогосподарствами як таке, що підвищує їхній добробут.

<sup>22</sup> Під фіскальним лімітом розуміють ситуацію, коли уряд не може фінансувати акумуляцію державного боргу за допомогою підвищення податків, тому стає неминучим або зменшення урядових видатків, або послаблення монетарної політики.

мультиплікатори відрізняються чутливістю до частки трансфертів «практичним» споживачам (*англ.* rule-of-thumb consumers), прогнозованої тривалості нижньої нульової межі відсоткової ставки (*англ.* zero lower bound), а також частки капіталу, демонструючи нелінійність залежно від рівня цін і ступеня гнучкості заробітної плати. Вони показують, що чим більш агресивна політика стабілізації боргу, тим нижчим є мультиплікатор урядових видатків [199].

Якісно новий вид моделей складають динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги (DSGE), які, залежно від заданих параметрів, можуть бути або кейнсіанськими або класичними. У неокласичній DSGE-моделі фіскальний шок, що фінансується за допомогою боргу, може мати відмінний коротко- і довгостроковий вплив [295].

Д. Фурсері та А. Муруган визначають, що фіскальна політика ефективна, особливо у короткочасній перспективі, як це підтверджується емпірично для країн-членів ЄС (фіскальний стимул забезпечив зростання ВВП на 0,8 % у 2009 р. та на 0,6 % у 2010 р.), але збільшення державного боргу погіршує перспективу довгострокового зростання [223]. В іншій DSGE-моделі К. Ерцег і Д. Лінде для країн-членів ЄС продемонстрували, що обмеження для монетарної політики створює низька відсоткова ставка, а для фіскальної політики – обсяги державного боргу [208].

Очікувані майбутні надходження відіграють важливу роль при низьких фіскальних лімітах країн, що розвиваються, порівняно з розвинутими країнами. Зовнішній борг створює додаткові ризики, адже значне зниження реального обмінного курсу може раптово підвищити ризик ймовірного дефолту. Фіскальна консолідація може мати протилежні наслідки в коротко- і середньостроковому періодах. Коли економіка сягає фіскального ліміту, урядові видатки можуть бути менш експансійними, ніж в економіці з низьким рівнем заборгованості. Оскільки вимагається більше надходжень у бюджет для обслуговування зовнішньої заборгованості, вищі податки



підвищують економічну вартість споживчих видатків, знижуючи фіскальний мультиплікатор [139].

Враховуючи ефект добробуту, скорочення податків підвищує поточну вартість споживання, яке залежить від очікуваної вартості активів домашнього господарства. Наступне зростання попиту на товари і послуги збільшує обсяги виробництва стосовно потенційного рівня при відсутності гнучкості цін і заробітної плати. Але це також може призвести до інфляції та/або вирівнювання реальних відсоткових ставок. Якщо відсоткова ставка залишається незмінною, вища інфляція знижує прогнозовану реальну відсоткову ставку, закріплюючи експансійний імпульс з боку сукупного попиту [190].

У моделях суміжних поколінь дефіцити бюджету мають тенденцію до зниження рівня заощаджень, нагромадження капіталу та сповільнення економічного зростання [104]. У міжпоколінній структурі державний борг і бюджетні дефіцити допускаються, якщо сприяють збільшенню виробничих потужностей [318]. У моделях з необмеженим горизонтом дефіцити бюджету залежать від змінних, які описують майбутнє корегування дефіцитів. Якщо це здійснюватиметься за допомогою податку на дохід, економічне зростання сповільниться [202]. Якщо дефіцит бюджету залишається меншим від критичного, тоді можливий рівноважний розвиток, де капітал, дохід і державний борг зростають синхронно. При перевищенні певного граничного значення рівноважна траєкторія зникає, а капітал з часом знижується до критичних показників [151].

Модель Даймонда-Самуельсона, яку сформульовано у дискретному часі, використовувалася для аналізу фіскальної політики протягом чотирьох декад (244, с. 590). Державний борг витісняє інвестиції та знижує зростання, а обсяги та особливості такого витіснення залежать від акумуляції боргу і ймовірності дефолту. Хоча деякі економіки можуть подолати ефект «витіснення» і досягти стану рівноваги зі значними показниками виробництва, інші можуть, як наслідок, отримати низькі інвестиції та виробництво. Найдієвішим способом

відновлення рівноваги є зниження рівня заборгованості. Політика жорсткої економії спочатку знижує споживання через зростання податків, але стимулює довгострокове зростання через нівелювання ефекту «витіснення» [152].

Раціональна поведінка споживачів сприяє збільшенню заощаджень з огляду на майбутнє зростання податків. Розширена модель Сметса-Воутерса, яка передбачає дотримання тотожності Рікардо, констатує, що будь-яке збільшення державного боргу для фінансування урядових видатків передбачає відповідне зростання податків у майбутньому, так що сумарний ефект стає нейтральним [182]. У такому теоретичному контексті Т. Бут, Д. Гріммонд, А. Струмберген розвинули так звану династичну модель: споживачі радше заощаджуватимуть у поточному часі, щоб забезпечити наступні покоління достатніми коштами для сплати боргів без скорочення споживання [146].

Однак не бракує й критичних аргументів. Зокрема, Н. Брюс і М. Валдман [154] описують моделі, у яких тотожність Рікардо не справджується навіть з урахуванням альтруїстичних мотивів. Л. Котлікофф, А. Разін, Р. Розенталь [279] використовують модель з двостороннім альтруїзмом, коли приватні трансферти дозволені в обидва боки. Унікальність цієї теорії полягає в тому, що індивід може відмовитись від спадщини, якщо вважає її надто малою. Це призводить до такого перерозподілу доходу, який не передбачає приватних трансфертів.

При додатному зростанні населення тотожність Рікардо не справджується, оскільки на загальний добробут і сукупне споживання на душу населення впливає траєкторія дефіциту і державного боргу. Відкладене оподаткування, яке фінансується державними позиками, робить нинішні покоління заможнішими не тому, що вони не мають платити податки у майбутньому, а тому, що майбутня податкова база буде більшою, адже включатиме нові покоління, не пов'язані з поточними поколіннями. Однак модель OLG підтверджує класичні припущення щодо впливів урядових видатків на дохід, споживання, капітал тощо [244, с. 447–448].

Тотожність Рікардо не справджується в моделі суміжних поколінь Бланчара-Ярі без ефективних міжпоколінневих мотивів, трансфертів і спадщини [143, 373], де державний борг впливає на реальний сектор, а часова траєкторія урядового споживання і сукупного споживання залежить від наявної заборгованості та часової траєкторії податків (244, с. 555). Якщо раніше ця модель використовувалася здебільшого у контексті довгострокового зростання та формування капіталу, то нещодавно – у контексті виробничих циклів. Якщо ціллю податкової політики стає стабілізація боргу, а податки є інструментом, то їх необхідно змінити одномоментно настільки, наскільки це можливо. З другого боку, якщо інструментом є урядові видатки, вони можуть бути змінені поступово. Динамічні ефекти податків є прямим наслідком міжчасового бюджетного обмеження, коли припускається, що учасники не можуть бути дезорієнтовані урядовою політикою [150].

Невизначеність щодо майбутнього зменшує споживання сьогодні, а підвищена непевність або неприйняття ризику ще більше зменшує споживання. Вища невизначеність підвищує шанс позитивного наслідку, коли додаткові заощадження стають зайвими, але це так само підвищить шанс негативного наслідку. Неприйняття ризику призведе до переважування останнього ефекту над першим [114]. Надавши моделі Барро невизначеності щодо трудових доходів, доходу від капіталу і демографічних змін, М. Боскін і Л. Котлікофф відхиляють гіпотезу, що сукупне споживання не залежить від вікового розподілу ресурсів [147].

Багато досліджень визначають рівень урядового боргу до ВВП як основний фактор впливу на очікування приватного сектору. Відповідна проблематика знайшла розвиток як в теоретичних конструкціях, так і в емпіричних дослідженнях. При помірному рівні державного боргу результати фіскальної політики є кейнсіанськими, а при зростанні боргу – асиметричними. У країнах зі значним боргом наслідки фіскальної експансії частково нейтралізуються зменшенням приватного споживання; навпаки, у

країнах з малим боргом приватне споживання нечутливе до змін урядового боргу. Це означає, що фіскальна політика буде менш ефективною в стабілізації коливань виробничих циклів при високих рівнях урядового боргу [133].

Д. Бертола і А. Дрейзен [137] позицію щодо очікування приватного сектору називають підходом на основі очікувань фіскальної політики (англ. *expectation view of fiscal policy*). У міжчасовій моделі споживчої поведінки ефекти поточної фіскальної політики залежать від очікувань, які вона генерує щодо курсу майбутньої фіскальної політики. У запропонованій моделі урядові витрати відповідають траєкторії випадкового блукання з позитивним трендом, а дохід залишається незмінним. Оскільки програми фіскальної консолідації зазвичай мають дискретний характер (навіть якщо державний борг накопичується швидко, політичні обмеження часто відкладають прийняття відповідної стабілізуючої політики), при низькому рівні урядових витрат приватне споживання витісняється через очікування майбутнього зростання податків. Протилежне спостерігається при досягненні певного критичного рівня, коли споживання падає менш ніж пропорційно до зниження урядових видатків (це тому, що скорочення видатків віщує близьке скорочення податків і збільшення доходу). Таким чином, вищі урядові видатки лише частково витісняють приватний попит, що відповідає типовому кейнсіанському результату.

А. Сатерленд [357] досліджує ефекти стабілізації в моделі з обмеженим часовим горизонтом. Кожен споживач може померти в будь-який період власного життя, так що модель не передбачає рикардіанські риси навіть у ситуації з нейтральними податками і трансфертами при низькому рівні заборгованості. Подібно до моделі Д. Бертоли і А. Дрейзена [137], уряд перебуває на нестабільній фіскальній траєкторії і рано чи пізно має запровадити стабілізаційні дії. Тому коли борг сягає екстремальних значень, помірне зростання податків може сприйматися поточними поколіннями як звільнення від основного курсу стабілізації протягом тривалості життя і, як наслідок, може стимулювати споживання. Подібно, Ф Баррі та М. Деверо

показують, що чим вищий початковий рівень державних видатків до ВВП, тим більш експансійним буде ефект від їх скорочення [122].

О. Бланчар [140] також стверджує, що зростання податків може мати експансійний ефект, якщо генерує очікування менш драматичного і деструктивного майбутнього підвищення податків. Звідси, якщо вдасться подолати невпевненість щодо майбутньої фіскальної політики, можна уникнути надмірних заощаджень.

Подібні припущення зроблено в роботі Г. Кальво, який показує можливість існування деякого критичного рівня державного боргу, понад який економіка досягає стану, що демонструє риси «раптової зупинки» [160]. Оскільки державний борг виміряно в показниках товарів зовнішньої торгівлі, припускається доларизація боргових зобов'язань. Чим вищий показник доларизації державного боргу, тим вища ймовірність, що негативний шок може спровокувати «раптову зупинку». Для низьких і середніх рівнів державного боргу виявлено незначний зв'язок між рівнем боргу і термінами погашення, але при високому рівні державної заборгованості виникає сильний зворотний зв'язок. Уряд змушений знижувати терміни погашення для підтримки надійності антиінфляційної позиції [313].

Існування некейнсіанських ефектів фіскальної політики, які підтримують тотожність Рікардо, зводиться до таких загальних висновків. По-перше, значні та тривалі фіскальні обмеження, які сприяють зниженню рівня державної заборгованості до ВВП, показують ефективніші результати або так звані некейнсіанські ефекти на економічне зростання. Це передбачає, що значні фіскальні обмеження не обов'язково призводять до рецесії. Фіскальні обмеження, реалізовані шляхом скорочення урядового споживання, ефективніші в скороченні державної заборгованості, аніж підвищення податків (Додаток В).

Досліджуючи фіскальну рестрикційну політику 1980-х рр. в Ірландії і Данії, Ф. Гявацці та М. Пагано [228] зауважили, що реакція приватних споживачів на скорочення урядових видатків суперечила кейнсіанським

передбаченням, а саме: замість скорочення приватного споживання відбувалося його зростання. Така особливість отримала назву «експансійного фіскального обмеження» або «німецького підходу до фіскальної рестрикційної політики»<sup>23</sup>. Якщо у першому дослідженні Ф. Гявацці та М. Пагано для 10 країн ОЕСР протягом 1973–1989 рр. не проводиться розмежування між відмінними фіскальними політичними режимами, то у пізнішому дослідженні [229] дані розділено на ординарні та неординарні режими, що дозволило отримати значно сильніший вплив на короткострокове економічне зростання від скорочення урядових витрат за умови його довготривалості та значного розміру. Слабший ефект знайдено для стимулюючого впливу від підвищення податків і скорочення трансфертів.

А. Алесіна і Р. Перотті, за даними країн ОЕСР, зазначають, що скорочення державних видатків ефективніше у скороченні державного боргу, аніж підвищення податків, а некейнсіанські впливи більш ймовірні за умови, що фіскальна консолідація базується на скороченні трансфертів і виплат державним службовцям [99].

Ф. Гявацці, Т. Джапеллі та М. Пагано [231] визначили, що вплив фіскальних імпульсів на національні заощадження сильніший, ніж на приватне споживання. Їхній підхід базується на нелінійній залежності, а не на некейнсіанських ефектах фіскальної політики. У промислових країнах значні фіскальні рестрикційні заходи наділені сильнішими нелінійними ефектами. Симетрія значних фіскальних експансійних і рестрикційних заходів більше притаманна країнам, що розвиваються.

Р. Баттачаря дослідила зв'язок між схильністю до споживання та державною заборгованістю за допомогою фільтру Кальмана для трьох груп країн: 1) Японія, Нідерланди, США та Великобританія; 2) Австрія, Іспанія,

---

<sup>23</sup> Однак Д. Сонсідін і Д. Даффі вважають, що це явище не нове в історії. Щобільше, сам Д. М. Кейнс його передбачав, тим більше що подібні ознаки спостерігалися для економіки Великобританії у 1930-х рр. [184, с. 44].

Франція, Швеція; 3) Бельгія, Канада, Греція, Італія [138]. Для Японії немає значущого зв'язку між схильністю до споживання та державною заборгованістю, для Великобританії – при перевищенні рівня заборгованості до ВВП понад 30 % схильність до споживання знижується, а для Нідерландів це порогове значення становить 35 %. США виявилися єдиною державою з прямим зв'язком між схильністю до споживання та державною заборгованістю<sup>24</sup>. У другій групі країн лише для Австрії виявлено сильний негативний зв'язок між схильністю до споживання та державним боргом з пороговим значенням на рівні 35 %. Для країн третьої групи з високою заборгованістю виявлено обернений вплив державної заборгованості на схильність до споживання<sup>25</sup>. Для Бельгії результати виглядають двозначними, оскільки виявляється як прямий, так і обернений зв'язок.

К. Дженссон за даними 19 країн ОЕСР протягом 1960–2000 рр. виявив значну асиметрію між впливом різних фіскальних інструментів економічної політики протягом рестрикційних та експансійних режимів, що пояснюється впливом трансфертів [261].

А. Афонсо [91; 92], Й. Хельм [249] підтвердили емпірично висновки Р. Перотті, який стверджував, що в часи фіскального стресу шоки урядових видатків можуть мати кардинально різні ефекти на приватне споживання, тобто кейнсіанський вплив перетворюється в некейнсіанський<sup>26</sup>.

Загалом вчені розходяться в поглядах щодо причин відмінних наслідків фіскальної політики. В одному з пояснень результати фіскальної консолідації залежать від її структури та розміру [92; 99; 231; 228]. Інші вчені вважають, що ефективність фіскальної політики залежить від політичних та

---

<sup>24</sup> Цей факт може пояснюватись тим, що США, на відміну від інших країн, значно легше запозичувати за кордоном з нижчою вартістю обслуговування зовнішньої заборгованості.

<sup>25</sup> Це, зокрема, може пояснюватись умовами Маастрихтського договору.

<sup>26</sup> Некейнсіанські впливи означають, що чистий вплив фіскальної політики на приватне споживання підтверджує або передбачення неокласичної моделі споживання, або відсутність будь-якого впливу фіскальної політики на приватне споживання. Інколи розрізняються некейнсіанські та антикейнсіанські впливи фіскальної політики.

інституційних факторів [100, с. 8], монетарних чинників [249]<sup>27</sup>, раціональності економічних агентів і очікувань [149].

Фіскальна політика стабільна, якщо економічна рівновага присутня у всіх періодах. Уряд не може залишатися осторонь макроекономічних шоків, реагуючи у спосіб, який відповідає стабільній траєкторії [314]. Якщо податки зростають у часі, борг стає стабільним у тому сенсі, що не порушує граничну межу фінансових активів приватного сектору. Якщо не вдається імплементувати фіскальну реформу, розгорнеться криза високої дохідності облігацій (Додаток Д). На цій стадії буде запізно відвернути інтенсивне скорочення урядових видатків, зниження рівня життя через девальвацію та високу інфляцію, що стає результатом фінансування центральним банком урядового боргу [251]. Так, у травні 2013 р. та протягом наступних місяців менш сприятливі зовнішні умови чинили висхідний тиск на спреди суверенних бондів серед усіх країн ЦПСЄ, тоді як кращі внутрішні умови сприяли витісненню їх негативного впливу у деяких випадках. Між травнем і серпнем 2013 р. суверенні спреди України, Білорусії і Туреччини підвищились найбільше, на відміну від інших країн, де або не було змін, або вони зменшились завдяки покращенню внутрішніх умов (перспективи зростання та покращення балансу поточного рахунку і у деяких випадках фіскального балансу). У деяких країнах висхідний тиск чинився як зовнішніми, так і внутрішніми факторами (Україна, Сербія). В Україні і Туреччині підвищення спредів було додатково зумовлене політичною невизначеністю [174].

Як показує зроблений вище стислий огляд моделей фіскальної політики, інтерпретація наслідків акумуляції державного боргу залежить від обраних припущень щодо гнучкості цін і заробітної плати та часового горизонту. Не виключено, що вплив фіскальної політики змінюється на

---

<sup>27</sup> Стимулюючий ефект фіскальної консолідації пояснюється супутньою дезінфляцією, яка забезпечується фіксованим валютним курсом. Успішним епізодам фіскальної консолідації передують знецінення грошової одиниці. Успіх фіскальної консолідації вищий, якщо відсоткові ставки знижуються.



протилежний при досягненні деякої граничної межі державного боргу. Ще один важливий аспект становлять потенційні обмеження платіжного балансу, що підвищує вагу чинників відкритості для потоків капіталу та обмінного курсу.

### **1.3. Обмеження платіжного балансу під час збільшення державного зовнішнього боргу**

Навіть якщо акумуляція суверенного боргу стимулює економічне зростання і допомагає фінансовій стабілізації, серйозне обмеження може створити необхідність дотримання рівноваги обох рахунків платіжного балансу – поточного і фінансового. Загалом збільшення доходу має збільшувати заощадження і таким чином поліпшувати сальдо поточного рахунку, однак така залежність не є очевидною і може не дотримуватися в короткочасному періоді відразу з кількох причин, які тим паче актуальні для трансформаційної економіки.

По-перше, цьому сприятиме висока залежність інвестиційного процесу від попиту на імпортні товари, послуги і технології. По-друге, попит на імпорту може підсилюватися зміцненням грошової одиниці, якого слід очікувати від збільшення пропозиції іноземної валюти внаслідок державних запозичень за кордоном. Зазначена риса відрізняє зовнішні запозичення від запозичень на внутрішньому ринку і може мати як позитивний (стабілізуючий) вплив – через гальмування інфляції, так і негативний (дестабілізуючий) вплив – через надмірне погіршення сальдо поточного рахунку. По-третє, наявність дефіциту поточного рахунку може бути чинником додаткової вразливості економіки до відпливу капіталу. У такому разі передбачуваний поступовий перехід від від'ємного до додатного сальдо поточного рахунку – в міру отримання позитивних результатів від збільшення інвестицій і потенціалу економічного зростання – може бути перерваний кризою платіжного балансу, що зазвичай супроводжується значною девальвацією грошової одиниці понад деяке рівноважне значення,

яка погіршує умови для обслуговування зовнішньої заборгованості державного і приватного секторів.

Хоча найімовірнішим негайним наслідком збільшення дефіциту бюджету та його фінансування зовнішніми запозиченнями виглядає погіршення сальдо поточного рахунку, яке надалі змінюється іншою асиметричною залежністю, коли поліпшення сальдо поточного рахунку вимагається для отримання валютних надходжень, необхідних для обслуговування зовнішніх зобов'язань державного сектору, такий перебіг подій не виключає альтернативних сценаріїв залежно від механізмів формування очікувань, досягнутого рівня зовнішньої заборгованості державного і приватного секторів чи системи обмінного курсу. Потоки капіталу також здатні модифікувати цю залежність, але для економіки трансформаційного типу з обмеженими можливостями доступу до світових фінансових ринків її принциповий характер навряд чи зазнає радикальних змін.

Теоретичний аналіз проблеми асиметрії показників державного боргу і поточного рахунку ускладнюється відсутністю єдиного підходу до розв'язання цієї проблеми. Незалежно від режиму обмінного курсу, результати низки досліджень подвійного дефіциту – бюджету і поточного рахунку – видаються досить суперечливими<sup>28</sup>. Стандартні результати в дусі проблеми подвійного дефіциту отримали для США Н. Рубіні [345] і М. Нормандін [320]: кожен долар дефіциту державного бюджету призводить до погіршення сальдо торговельного балансу в межах від 22 до 98 центів. М. Бакстер [126] визначив, що зростання видатків бюджету на 1% від ВВП погіршує торговельний баланс на 0,5 % від ВВП. У ще одному дослідженні

---

<sup>28</sup> Проблема подвійного дефіциту – бюджету та поточного рахунку – у США видавалася очевидною в 1980-х рр., однак не підтвердилася в 1990-х рр., коли суттєвий дефіцит поточного рахунку супроводжувався профіцитом федерального бюджету [123].

для США зростання дефіциту бюджету на 1 долар призводить до погіршення поточного рахунку на 30 центів [123]<sup>29</sup>.

Р. Доменех, Д. Тагуас і Х. Варели провели VAR-аналіз для 18 країн ОЕСР і визначили, що надмірні видатки бюджету і довготривалі фіскальні дефіцити є важливими для пояснення вищих реальних відсоткових ставок і нижчих заощаджень як чинників сповільнення економічного зростання в довгостроковій перспективі [197]. Л. Бартоліні і А. Лахірі для США показали, що зростання фіскального дефіциту бюджету на 1 долар призводить до зниження національних заощаджень у межах від 33 до 37 центів [123].

М. Бойло і М. Нормандін за допомогою методології VAR вивчали вплив податкових шоків для 16 промислових країн<sup>30</sup> з використанням припущення, що зниження податків призводить до бюджетного дефіциту, а це може вплинути на сальдо поточного рахунку через два канали: демографічний і очікувань. Отримано, що податкові шоки позначаються прямим зв'язком між обома дефіцитами – бюджету і поточного рахунку. Обидва канали відіграють суттєву роль [145].

Водночас К. Д. Ерсеґ, Л. Гверері та К. Гаст визначили, що фіскальні шоки мають порівняно незначний вплив на торговельний баланс – зростання видатків бюджету на 1 % погіршує поточний рахунок менш ніж на 0,2 % через два-три роки, коли ефект досягає максимального значення. Незначний вплив показує, що тиск на зовнішній сектор, пов'язаний з вищими видатками бюджету, значною мірою пом'якшується зростанням ВВП і зниженням

---

<sup>29</sup> За останні десятиліття щонайменше три фактори призвели до зниження впливу фіскальних шоків на приватне споживання: а) фінансові інновації; б) більш сприятливі демографічні умови та продовження працездатного віку; в) засвоєння фіскальних правил на зразок Маастрихтського договору та Пакту зростання і стабільності частиною споживачів, що визначило їхню далекоглядну поведінку.

<sup>30</sup> Вибірка країн включала Японію, Австралію, Австрію, Данію, Фінляндію, Францію, Німеччину, Італію, Нідерланди, Норвегію, Іспанію, Швецію, Швейцарію, Великобританію, Канаду та США. Але головний акцент був зроблений на Скандинавських країнах.

приватної внутрішньої абсорбції через зростання відсоткової ставки та негативний ефект добробуту [209].

На думку М. Хашимзаде і Л. Вілсона [240, с. 11], дефіцит бюджету не має негативного впливу на економіку під час рецесії, хоча й сприяє збільшенню імпорту, що передбачає зв'язок у дусі проблеми подвійного дефіциту<sup>31</sup>. Водночас у праці М. Бус'єра, М. Фратчера і Г. Д. Мюллера вплив сальдо бюджету на поточний рахунок виглядає досить незначним (менше 10 % відповідно до декомпозиції залишків авторегресивної моделі), тоді як вплив виробничих шоків значно вищий [159, с. 39]. Подібний результат отримав П. Еванс [210]. Натомість Н. Рубіні та С. Кім [273] описали неочікувані результати, що базувалися на VAR-аналізі, коли експансійні фіскальні шоки покращують поточний рахунок.

Загалом багато залежить від теоретичних припущень, що визначають подальші результати калібрування макроекономічної моделі. Приміром, Л. Позі використав піврічні дані Італії та Канади для дослідження впливу фіскальної політики на заощадження за умов неповної інформації. Припускалося існування трьох груп споживачів: 1) не повністю інформованих, яким нічого не відомо про бюджетні урядові обмеження; 2) не повністю інформованих, яким вдалося здобути деяку інформацію; 3) повністю інформованих (їхня реакція залежить від рівня урядового боргу). Коли зростає рівень боргу до ВВП, податкові шоки набувають нетрадиційного кейнсіанського впливу на приватне споживання. Вплив податкових шоків зникає, коли рівень державного боргу до ВВП сягає порогового значення 30 % для Канади та 60 % для Італії [332].

Для стандартної кейнсіанської моделі М. Кумхоф і Д. Лакстон отримали, що перманентне збільшення дефіциту бюджету на 1 % від ВВП трансформується у короткочасне погіршення сальдо поточного рахунку на

---

<sup>31</sup> Зазначено, що така взаємозалежність не має універсального трактування, визначається специфікою країни і залежить від податкової системи, структури торгівлі та торгових бар'єрів, обмінного курсу й цілого комплексу внутрішніх і зовнішніх факторів.

0,5 % від ВВП, на довгострокову перспективу пропорційність зростає до 0,75 % від ВВП для великої економіки на зразок США та 1 % від ВВП – для типової малої відкритої економіки [287]. Проте на випадок присутності половини економічних агентів з необмеженим часовим горизонтом, як це притаманно моделям з тотожністю Рікардо, амплітуда результуючого короткочасного погіршення сальдо поточного рахунку зменшується до 0,1 % від ВВП при зниженні податків та 0,4 % від ВВП – при збільшенні урядових видатків.

Б. Бернанке [135] одним з перших продемонстрував можливість негативного зв'язку між дефіцитом поточного рахунку і сальдо бюджету<sup>32</sup>, але це стосується економіки США<sup>33</sup>. Такий результат заперечує логіку подвійного дефіциту, яка передбачає, що при збільшенні фіскального дефіциту зростає приватне споживання, а отже знижуються національні заощадження і зростає зовнішній борг. Таким чином, більший дефіцит бюджету має погіршувати дефіцит поточного рахунку.

Припускаючи поведінку споживачів у кейнсіанському дусі, Г. Ганеллі<sup>34</sup> та вже згадані М. Кумгоф і Д. Лакстон пропонують моделі з обмеженим горизонтом, у яких фінансоване за допомогою державного боргу скорочення податків підвищує добробут споживачів, підтримує споживання і погіршує поточний рахунок [225]. Крім того, Д. Корсетті та Д. Мюллер показують, що врахування інвестиційного каналу підсилює логіку подвійного дефіциту на випадок тривалих обох дефіцитів, особливо для більш відкритих економік

---

<sup>32</sup> Дефіцит поточного рахунку та бюджету можуть мати протилежну тенденцію, як у випадку США в час інвестиційного буму в 1990-х рр.

<sup>33</sup> Ця тенденція отримала назву подвійної дивергенції або розходження і означає, що коливання виробництва генерують відмінний рух поточного рахунку та урядових заощаджень. Позитивний виробничий шок погіршує поточний рахунок, при цьому покращуючи фіскальний баланс.

<sup>34</sup> Г. Ганеллі показує, що фінансоване за допомогою боргу скорочення податків зміцнює обмінний курс щонайменше в короткостроковому періоді. Поясненням слугує те, що за відсутності тотожності Рікардо урядові витрати сприяють підвищенню приватного споживання. Надалі ефект девальвації витісняється в короткостроковому періоді механізмом, який Г. Ганеллі назвав ефектом попиту на гроші: вище приватне споживання веде до підвищення попиту на гроші, що викликає зміцнення обмінного курсу.

[186]. М. Кумгоф і Д. Лакстон також показують схожі результати стосовно тимчасового зростання дефіциту бюджету в країнах, де частина домогосподарств обмежена в доступі до фінансового ринку. За таких умов скорочення податків, що фінансується збільшенням державного боргу, підтримує поточне споживання, що призводить до підвищення дефіциту поточного рахунку. Згідно з А. С. Бенетрікс і Ф. Лейном [130], зростання урядових видатків поєднується зі збільшенням обсягів внутрішнього сектору економіки та погіршенням торговельного балансу. Подібні результати пропонують Ф. Лейн, Р. Перотті та Р. Бітсма [292; 127].

Попри теоретичну переконливість, немає достатньої емпіричної підтримки для тотожності Рікардо<sup>35</sup>, що передбачає нейтральність змін сальдо бюджету і державного боргу щодо сальдо поточного рахунку. Так, у цьому підході зростання дефіциту бюджету не спричиняє підвищення відсоткової ставки, а тому відсутній негативний вплив на інвестиції, що суперечить теоретичним і емпіричним аргументам, які полягають у тому, що дефіцит бюджету впливає на відсоткові ставки та довгострокове акумулювання капіталу [95; 294]<sup>36</sup>. Основний критичний аргумент полягає у тому, що споживачі мають обмежений життєвий горизонт, а тому державні позики для них – це можливість збільшити споживання коштом майбутніх поколінь [136]. Щобільше, державні позики дають можливість збільшення споживання для домогосподарств з незначним рівнем доходу [254]. Серед інших причин, нереалістичність дотримання тотожності Рікардо передбачає високу ймовірність нерациональної поведінки споживачів. Все ж, не зважаючи на численні критичні зауваження, що трапляються в академічній літературі, Р. Річутті зазначає, що попри відсутність чіткого зв'язку між

<sup>35</sup> Приміром, Р.-П. Бербен і Т. Бросенс виявили для країн ОЕСР, що за умови високого державного боргу збільшення дефіциту бюджету і державного боргу частково нівелюється зменшенням приватного споживання, однак цього немає в країнах з низьким рівнем державного боргу [133].

<sup>36</sup> Вплив дефіциту бюджету на відсоткові ставки базується на кількох важливих умовах: значний дефіцит бюджету, внутрішнє фінансування дефіциту, тісний зв'язок з державним боргом, відкритість економіки та розвиток фінансового сектору.

зниженням податків і зростанням заощаджень у численних емпіричних дослідженнях, раціональні індивіди на довгострокову перспективу поводитимуться радше в рікардіанському стилі [342].

Прямий зв'язок між зростанням економіки і заощадженнями може означати, що стимулювання доходу за допомогою дефіциту бюджету поліпшує сальдо поточного рахунку. Багато залежить від характеру урядових видатків. Якщо перерозподіл доходу має депресивний вплив на акумуляцію фізичного капіталу і економічне зростання [214], то слід очікувати зменшення заощаджень і погіршення сальдо поточного рахунку. Якщо ж видатки на соціальний захист мають позитивний вплив на заощадження, рівень і продуктивність фізичного і людського капіталу, інвестиції, зайнятість та зростання [128; 328], вплив на поточний рахунок стає протилежним.

Переважає думка, що країни нездатні підтримувати значний дефіцит поточного рахунку впродовж тривалого часу, оскільки це може призвести до надмірного зростання державної заборгованості, тобто між обома показниками виникає взаємна причинність. Якщо іноземні інвестори розглядають державний борг як нестабільний і обмежують його рефінансування, девальвація грошової одиниці стає необхідною для зменшення дефіциту поточного рахунку і стабілізації рівня державної заборгованості.

Сучасна стабілізаційна політика більшості промислових країн, передусім США, виразно контрастує з політикою країн, що розвиваються, під час виникнення подібних проблем. Головна відмінність полягає у тому, що для країн, які розвиваються, покращення поточного рахунку ставало наслідком зниження видатків бюджету та скорочення пропозиції грошової маси, що автоматично призводило до скорочення зовнішнього боргу, але за умови, що вдавалося уникнути девальвації грошової одиниці [178]. У США навпаки – поліпшення сальдо поточного рахунку в 2008–2010 рр. відбулося за умов значного збільшення дефіциту бюджету, рекордної грошової емісії та

незначного зміцнення долара. У науковій літературі зустрічається щонайменше п'ять пояснень таких відмінностей.

По-перше, відрізняється інвестиційний потенціал зроблених запозичень. Приміром, Бразилія, Аргентина та Мексика залучали значні позики в 1970-х рр. для фінансування імпортозаміщуючої індустріалізації<sup>37</sup>, але замість цього відбувалося збільшення імпорту, яке слабко корелювало з інвестиціями [355, с. 9]. Додаткові проблеми створило подорожчання сирової нафти в середині 1970-х рр. (Додаток А), що зумовило додаткові зовнішні запозичення (Додаток Е). Після другого «нафтового шоку» (1979–1981 рр.), який супроводжувався підвищенням світової відсоткової ставки (Додаток Ж) та рецесією у світовій економіці, не вдалося уникнути значної девальвації грошової одиниці та збільшення вартості обслуговування зовнішнього боргу [248, с. 179]. Відповідно, став доцільним негайний перехід до профіциту в зовнішній торгівлі. Такої потреби немає в сучасній економіці США, що становить одну з найбільших принципових відмінностей. На відміну від країн Латинської Америки у 1980–1990-х рр., США та інші розвинені країни мали можливості для підтримання споживчого попиту в межах оголошених антикризових програм: зниження відсоткових ставок, збільшення урядових витрат, що в кінцевому результаті призвело до значного зростання державного боргу<sup>38</sup>.

По-друге, проблему для країн Латинської Америки в 1980-х рр. було створено зміною довгострокових офіційних позик з низькими відсотковими ставками на короткострокові комерційні позики з плаваючими відсотковими ставками. На сьогодні близько 60 % державного боргу США перебуває у володінні приватних інвесторів, а решта 40 % становить внутрішньоурядовий борг (Додаток З).

---

<sup>37</sup> Протягом 1970–1980-х рр. понад половину імпорту країн Латинської Америки склали сировинні матеріали і проміжні товари для виробничого сектору.

<sup>38</sup> Причиною кризових явищ 2008–2009 рр. стала «бульбашка» на ринку нерухомості у США, яку зумовили зниження податкового тиску, збільшення соціальних виплат, пом'якшення умов кредитування.



По-третє, збільшення державного боргу США здійснюється у власній валюті, що не властиво країнам, які розвиваються<sup>39</sup>, які мають ризики невідповідності валют та неузгодженості щодо термінів. Зміни обмінного курсу супроводжуються ефектом добробуту, який обмежує ефективність монетарної політики [93; 175]. Щобільше, країни, які розвиваються, виявилися вразливими до проблеми глобальних дисбалансів [266].

По-четверте, США отримують виграш від так званої «короткозорості» інвесторів [285], відсутності інфляційних очікувань і використання долара як надійної грошової одиниці<sup>40</sup>. Брак безпечної альтернативи для долара в Європі та Азії об'єктивно підтримує дефіцит поточного рахунку в США. Для країн, що розвиваються, такий розвиток подій виявився нереалістичним, адже почався масовий відтік капіталу. Бюджетний дефіцит підвищував інфляцію<sup>41</sup>, а значні потоки капіталу призвели до вразливості економік до зовнішніх шоків. У країнах, що розвиваються, грошова емісія для обслуговування зовнішнього боргу зазвичай знижує обсяги виробництва і споживання [247], що лише підсилює негативні наслідки неефективного використання державних запозичень [246].

По-п'яте, більшість країн, які розвиваються, не мають можливостей для повноцінної антициклічної макроекономічної політики через брак наявних фінансових ресурсів, необхідних для нейтралізації шоків, з якими вони стикаються [323].

Ситуацію ускладнює брак можливостей безперешкодного рефінансування зовнішнього боргу державного і приватного секторів при тимчасовому зростанні обсягів заборгованості. У довгостроковому періоді

---

<sup>39</sup> Переваги і недоліки фінансової доларизації досліджували А. Беннет і Е. Боренстейн [116], К. Рогофф і К. Рейнхарт, М. Савастано [338].

<sup>40</sup> На сучасному етапі міцність долара підкріплюють два фактори: кризові явища в ЄС та валютні інтервенції в Китаї для підтримки заниженого курсу юаня щодо долара з метою стимулювання експортноорієнтованого зростання, що, однак, призводить до зростання інфляції в Китаї [112].

<sup>41</sup> Відсутність доступу до міжнародних фінансових ринків за новими позиками і необхідність обслуговування боргу спонукали уряд до грошової емісії. Девальвація підвищила вартість зовнішнього боргу у внутрішній валюті.

іноземні інвестори вимагатимуть вищу премію за ризик, що може позначитися підвищенням відсоткових спредів і девальвацією грошової одиниці. Якщо зовнішній борг стає обтяжливим, національна валюта може різко послабнути, дозволивши іноземним інвесторам купувати активи країни-боржника за заниженими цінами. Виникає ризик потрапляння країни-боржника у боргову пастку, що лише погіршує дефіцит поточного рахунку коштом обслуговування зовнішнього боргу.

Загалом вплив обмінного курсу як деякого проміжного чинника економічної політики заслуговує окремої уваги. Найважливіші взаємозв'язки проілюстровано на рис. 1.2. У короткочасному періоді збільшення дефіциту бюджету, найімовірніше, позначиться підвищенням відсоткової ставки і припливом капіталу, що сприятиме зміцненню грошової одиниці. Зрозуміло, що цього можна очікувати на випадок акумуляції суверенного боргу, хоча в цьому випадку відсутність (або менша амплітуда) підвищення відсоткової ставки створюватиме менші стимули для припливу капіталу<sup>42</sup>.

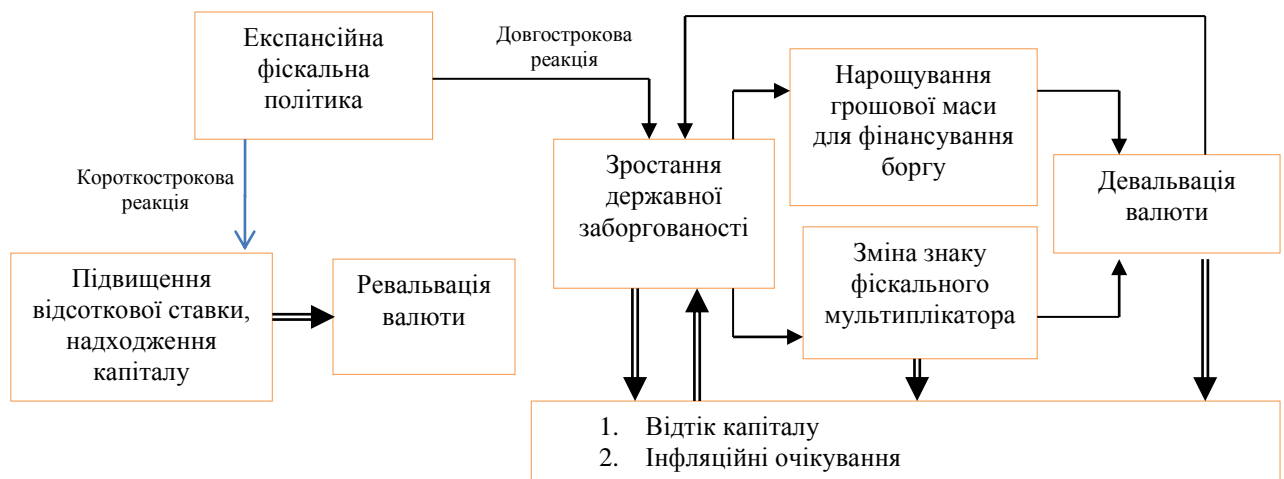


Рис. 1.2. Коротко- та довгострокова реакція обмінного курсу на зміни фінансової політики

Джерело: складено автором

<sup>42</sup> Емпіричні дослідження для країн Південно-Східної Азії показують, що акумуляція зовнішнього боргу справді відповідальна за надмірне зміцнення (англ. overshooting) обмінного курсу [329].

Проте на віддаленішу перспективу монетизація державного боргу центральним банком призводить до протилежних змін обмінного курсу – девальвації, що лише погіршує сальдо бюджету за умови значної частки боргових зобов'язань в іноземній валюті. Після досягнення певного критичного рівня державного боргу чи дефіциту бюджету можна сподіватися на появу некейнсіанського ефекту, коли стимулюючим стає скорочення дефіциту бюджету і державного боргу.

Г. Хельм [249] дослідив, що ймовірність отримання експансійного ефекту після скорочення дефіциту бюджету зростає на випадок підтримки цього кроку девальвацією грошової одиниці, що створює кращі умови для експортерів. Водночас за умови початку програми фіскальної консолідації на заниженому рівні реального обмінного курсу виникають можливості для збільшення приватного споживання. Така позиція виглядає обґрунтованою, але в обмеженому контексті промислових країн, що не мають значних зобов'язань державного сектору в іноземній грошовій одиниці, а в ширшому розумінні не є доларизованими. В економіках на зразок української, які мають значний борг в іноземній валюті та використовують долар в грошовому обігу, під час девальвації значні ризики створює зростання вартості обслуговування зовнішнього боргу (в національній грошовій одиниці), адже через ажіотажний продаж національної валюти відбувається різкий девальваційний стрибок обмінного курсу, а на цьому тлі – втрата довіри до економіки.

У моделі DSGE П. Кругмана втрата довіри провокує «раптову зупинку» потоків капіталу (стрімке погіршення фінансового рахунку), що має супроводжуватися відповідним поліпшенням поточного рахунку, але дієвість цього механізму критично залежить від режиму обмінного курсу. За умов фіксованого обмінного курсу відсоткові ставки мають зрости достатньо, щоб забезпечити скорочення імпорту. Для плаваючого обмінного курсу поліпшення поточного рахунку відбувається через девальвацію грошової одиниці та збільшення експорту. Як результат, макроекономічний шок, який

має стримуючі ефекти за фіксованого курсу, стає експансійним за плаваючого курсу [284].

Такі передбачення можуть бути занадто оптимістичними для країн, що розвиваються, які залежні від критичного імпорту сировини, технологій, обладнання і напівфабрикатів. За таких умов значний державний борг обмежує властивості плаваючого обмінного курсу як засобу нейтралізації зовнішніх макроекономічних шоків [362].

Коли країна з ринком, що формується, накопичує значний урядовий або приватний короткостроковий зовнішній борг, це створює підстави для нестабільності грошової одиниці, де самопідтримуюча паніка призводить до раптових і масових спекулятивних атак [344].

Р. Мартнер і В. Тромбен зауважили, що згубне поєднання економічного спаду, девальвації валюти та зобов'язань у доларах відіграло головну роль у виникненні фінансових криз у країнах Латинської Америки [308]. Водночас Б. Ейхенгрін, Р. Гаусманн і У. Паніцца вказують на існування для цих країн вимушеного вибору, оскільки навіть при мінімізації кредитів країна зіштовхується з нестачею фінансування і, як наслідок, гальмуванням динаміки економічного зростання [206].

Д. Хостланд і П. Карам [252] виявили, що вразливість зовнішнього боргу приватного і державного секторів визначають як обмінний курс, так і ціноутворення на товари сектору зовнішньої торгівлі. Засобами фіскальної політики можна досягати багато цілей, але це не має відбуватися за рахунок надмірного подорожчання робочої сили та інших чинників виробництва, що перешкоджатиме збільшенню експорту і заміщенню імпорту.

Окремої уваги заслуговують нюанси відмови від обслуговування зовнішніх зобов'язань – дефолту, що стає наслідком нездатності (або небажання чи недоцільності) генерувати необхідні кошти<sup>43</sup>. М. Дулі та

---

<sup>43</sup> Бразилія, найбільший боржник серед країн Латинської Америки, відмовлялась від сплати боргу 6 разів, починаючи з 1826 р. Дефолт стає радше правилом, ніж винятком для країн зі слабким фінансовим регулюванням і нездатністю збирати належні податки [338].

П. Ізард [198] припускають, що ринковий механізм накладає довгострокове обмеження платіжного балансу через зростання політичної ставки на ризик і наступне вирівнювання обмінного курсу, яке запобігає погіршенню дефіциту поточного рахунку понад межу, коли кошти обслуговування боргу роблять дефолт єдиним оптимальним рішенням. Уряд втрачає доступ до міжнародних ринків капіталу внаслідок відмови від обслуговування заборгованості. Якщо реформи корисні для приватного сектору, торговельні дефіцити тривають до того часу, поки приватні і державні сектори не стикаються з обмеженим доступом до ринку міжнародних позик. Проблема підсилюється труднощами залучення внутрішніх фінансів. Бажання резидентів володіти державним боргом знижується внаслідок невизначеності щодо фіскальної і монетарної політики. Центральний банк втрачатиме резерви до того часу, поки зберігатиметься торговельний дефіцит. Відсоткова ставка зростає, коли втрачається можливість використання валютних резервів для подолання розриву між пропозицією державного боргу і попитом резидентів<sup>44</sup>.

Значний (короткотерміновий і нехеджований) зовнішній борг був чинником виникнення фінансової кризи в Азії 1997–1998 рр., хоча в цьому випадку проблеми стосувалися переважно приватного сектору. Оскільки багато економік регіону, як Південна Корея, були позбавлені більшості проблем, з якими традиційно ототожнюються країни Латинської Америки (неефективність інвестицій, нехтування логікою відкритості економіки, маніпуляції з обмінним курсом), а тому могли уникнути кризових явищ за відсутності зовнішніх каталізаторів, виникають підстави для моделювання ситуацій з множинною рівновагою, коли рівноважний стан залежить від окремих обставин. Для Мексики в 1994 р. такою обставиною стали побоювання інвесторів щодо неможливості погашення валютних боргових

---

<sup>44</sup> Такий перебіг подій наглядно ілюструє ситуація в Мексиці після програми реформ, ініційованих у 1987 р. По-перше, в Мексиці спостерігалось значне зростання приватних витрат і торговельного дефіциту з 1988 по 1994 рр. По-друге, потік портфельних інвестицій у Мексику припинився у 2 кв. 1994 р. По-третє, торговельний дефіцит Мексики до кінця 1994 р. фінансувався продажем міжнародних резервів. І по-четверте, торговельний дефіцит перейшов від дефіциту до профіциту на початку 1995 р. [113].

зобов'язань, що зумовило проблеми з їх рефінансуванням. За інших умов, як вважає П. Кругман, потужної фінансової кризи вдалося б уникнути [283].

Труднощі з рефінансуванням короточасного суверенного боргу (наприклад, частка боргу з терміном до року була вдвічі більшою в Таїланді та Південній Кореї, ніж в середньому для країн, що розвиваються) підвищили чутливість азійських економік до чинника довіри на фінансовому ринку. У період між серединою 1997 р. та 1999 р. зменшення обсягів іноземних позик для Індонезії, Південної Кореї, Малайзії та Таїланду становило 140 млрд дол. Одночасно з подібними проблемами зіткнулися багато ринків, що формуються, з передісторією високої інфляції та девальвації [242].

Насправді ніколи не бракувало попереджувальних сигналів для іноземних кредиторів. Від середини 1980-х рр. відбулися значні зміни в портфельній структурі на користь інструментів з коротшим терміном погашення. Технічно це засвідчило небажання позичати кошти з тривалішим терміном погашення, але водночас виникли серйозні проблеми для бідніших країн-позичальників, передусім на випадок погіршення умов торгівлі та підвищення світової відсоткової ставки.

Погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі має стосунок не лише до економічного зростання, але й боргових премій і важкості перебігу боргових криз. Негативні шоки умов торгівлі підвищують ймовірність «раптової зупинки» надходжень капіталу та зростання відсоткових ставок [161]. Якщо промислові країни порівняно легко подолали наслідки зростання цін на нафту, то країни «третього світу» істотно потерпіли від значних дефіцитів поточного рахунку.

Примітно, що ще влітку 2008 р. В. Шевчук застерігав від подальшої акумуляції зовнішнього боргу в Україні на тій підставі, що його розмір сягнув 60 % від ВВП, а це у поєднанні зі значним дефіцитом поточного рахунку підвищило вразливість до погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі й подорожчання кредитних ресурсів на світових ринках [77]. Зазначена ситуація розглядалася як така, що може унеможливити

отримання нових позик, а це змусить відмовитись від обслуговування зовнішнього боргу – дефолту. Подібно, Т. Богдан наприкінці 2011 р. зробила висновок, що Україна балансує на межі боргової стійкості, тобто близька до появи проблем з обслуговуванням зовнішнього боргу [7]. Пропонувалося проведення стрес-тестів, оскільки потрібно враховувати можливість перекладання неочевидних умовних зобов'язань уряду на державний бюджет у зв'язку з підтримкою фінансового сектору, порятунком від дефолту місцевих органів влади тощо.

Раніше Т. Вахненко на підставі узагальнень світового досвіду стверджувала про небезпеку «проїдального» характеру зовнішніх запозичень [14]. У такому разі обслуговування зовнішнього боргу призводить до трансферту ресурсів за кордон і звуження фіскального простору, обмеження приватних інвестицій і зростання реальної відсоткової ставки. Водночас досягнутий рівень зовнішнього боргу України не вважався надмірним, хоча в 2003 р. зауважувалося, що проблема обслуговування зовнішнього боргу набуває особливої гостроти [12]. Негативними чинниками називалися неефективне використання позичених коштів, некваліфіковане управління державним боргом, недосконала інституційна структура та негативний вплив зовнішніх факторів. Наголошувалося на тимчасовому характері переваг девальвації грошової одиниці як засобу вирішення боргових проблем.

У 2006 р. Т. Вахненко та І. Бураковський стверджували про загрозу швидкого накопичення муніципальних боргів і стрімкого збільшення зовнішніх запозичень державних підприємств [13]. Для утримання боргу центрального уряду на стабільному рівні пропонувалося підтримувати дефіцит бюджету не вище 2 % ВВП, зменшити обсяг державних гарантій, поступово збільшити частку внутрішніх запозичень у структурі фінансування дефіциту бюджету. Також рекомендувалося встановити ліміт на боргові виплати з місцевого бюджету (погашення основної суми і виплату відсотків) на рівні 15 % доходів бюджету за виключенням міжбюджетних трансфертів, встановити максимальний термін на погодження кредитних договорів

підприємств з нерезидентами, ініціювати отримання, головним чином, довгострокових позик, залучення яких на внутрішньому ринку є проблематичним, обмежити зовнішні запозичення державних підприємств, які не мають надходжень в іноземній валюті від основного виду діяльності, погоджувати зовнішні позики лише для підприємств, які характеризуються високим ступенем платоспроможності.

Напередодні кризи 2008–2009 рр. В. Козюк зробив висновок, що за умови значних платіжних дисбалансів орієнтація на довгострокове дефіцитне фінансування може бути ризиковою з міркувань майбутнього рефінансування боргу, навіть попри поточну тенденцію до зниження навантаження на бюджет відсоткових виплат [28, с. 38].

Як зауважив О. Шаров, фактична прив'язка курсу гривні до американської валюти відіграє роль додаткового запобіжного заходу, який зменшує курсовий ризик для уряду, але може мати негативний вплив при девальвації гривні [75]. Уже згадана Т. Вахненко припускала, що девальвація не лише збільшуватиме тягар боргових виплат, а й супроводжуватиметься закриттям зовнішніх ринків позикового капіталу для уряду і зниженням рівня податкових надходжень до бюджету, що може стати каталізатором масштабної фінансової кризи [11].

Загострення проблеми обслуговування державного зовнішнього боргу в 2012–2013 рр. і можливі втрати від девальвації грошової одиниці зауважила І. Фурман [72]. Про перевищення державним зовнішнім боргом певного граничного значення сигналізували П. Козелецький і А. Кравченко [27], С. Пількевич [64] і О. Футерко [73]. Про загрозу боргової безпеки стверджував О. Присяжнюк [66]. Іншу загрозу – зовнішній стійкості української економіки внаслідок одночасного збільшення вартості обслуговування зовнішнього боргу та погіршення умов торгівлі помітила Т. Тищук [70].

Водночас І. Федорович стверджувала, що за міжнародними стандартами боргове навантаження в Україні не є надто загрозливим, хоча



процес залучення державних позик значно посилює тиск на державний бюджет [71]. Подібні думки висловлювала Л. Капранова [25].

Уже у кризовому контексті 2014–2015 рр. Я. Палешко наголошує, що державний борг негативно впливає на довіру до національної валюти [58]. Експерти НІСД зазначають, що зростання зовнішнього боргу посилює ризики залежності України від міжнародного фінансування, що має ризики подальшого згортання іноземного інвестування та відпливу іноземного капіталу [1, с. 255]. За таких умов виглядають цілком доречними пропозиції Л. Лондар щодо зменшення в середньостроковому періоді виплати за борговими зобов'язаннями завдяки його пролонгації, зниження відсоткових ставок, часткового списання основної суми суверенного боргу, а також використання необхідних заходів щодо зворотного викупу єврооблігацій протягом періодів істотного зниження їх вартості [47]. Не менш актуальною виглядає пропозиція щодо поетапного запровадження фіскальних правил, спрямованих на поступове зменшення загального обсягу державного боргу у ВВП.

У контексті оптимізації структури державного боргу та його позитивного впливу на функціонування економічного механізму заслуговує уваги пропозиція А. Бондарчук [8] щодо обов'язкової наявності довгострокової програми дій обслуговування боргу на періоди надмірного відпливу ресурсів, а також на випадок використання залучених коштів для фінансування обох дефіцитів – бюджету і платіжного балансу – або поточного споживання.

Останнім часом підвищеної ваги набула вразливість до ризиків «зараження», коли рефінансування зовнішніх облігацій ускладнюється за умови кризи в сусідній або країні з подібними характеристиками. Якщо задля поліпшення сальдо поточного рахунку уряд вдається до девальвації грошової одиниці, «дешевий» борг відразу стає «дорогим». Водночас може бракувати механізмів конверсійного переводу частини зовнішнього боргу в національну грошову одиницю. Як демонструє І. Плєць [65], така конверсія доцільна

лише за умови, коли відсоткова ставка на внутрішній борг менша за ставку на зовнішній борг (у такому разі тягар обслуговування сумарного державного боргу знижується). Хоча це справді актуально, коли на світовому фінансовому ринку спостерігається надлишок вільних фінансових ресурсів, високий ризик країни-позичальника та перспектива подальшої девальвації грошової одиниці може перекреслити таку можливість.

Як тільки країни з ринками, що формуються, відновили доступ до зарубіжних ринків, вибір валютної композиції та строків погашення боргу зумовлювався бажанням отримати негайні фіскальні переваги від запозичення у валюті з низькою дохідністю облігацій. Такі боргові стратегії недооцінюють ризики нехеджованої заборгованості в іноземній валюті з кількох причин. По-перше, здатність уряду генерувати надходження в іноземній валюті обмежена, оскільки урядові активи складаються здебільшого з дисконтованої вартості майбутніх податків, номінованих у національній валюті. По-друге, не беруться до уваги потенційні втрати доходу, добробуту і репутації. Насправді зовнішні запозичення державного сектору підсилюють вплив зовнішніх шоків та обмежують можливості для стабілізаційної політики. Наприклад, країна зі значною часткою розміщення іноземної валюти матиме труднощі з впровадженням експансійної монетарної політики протягом фінансової кризи, оскільки це може спричинити різке падіння національної валюти.

Значна девальвація може погіршити борговий стан країни і структуру ризику та підсилити фінансову кризу. Уряд може одночасно зіткнутися з ескалацією коштів обслуговування зовнішнього боргу і падінням вартості надходжень в іноземній валюті. На додаток до відпливу капіталу, погіршуються можливості виходу на міжнародні ринки для рефінансування боргу [168].

Суттєва девальвація призводить до ризиків дефолту через балансовий ефект. Оскільки надходження уряд отримує лише в національній валюті, проблема невідповідності валют створює додатковий ризик [175; 282].

Досліджуючи дефолт в Аргентині (2001 р.), Г. Кальво, А. Ізкуердо, Е. Талві [163] наголошують, що значна девальвація, спричинена «раптовою зупинкою» капіталу, обернула стабільну фіскальну позицію у нестабільну.

Інший важливий фактор, який пояснює порівняно високий ризик суверенного боргу є «боргова нетолерантність» (англ. debt intolerance) як наслідок слабкої довіри та передісторії дефолту [338]. К. Артета та Х. Галіна [111] показують, що індекс політичних ризиків ICRG's справді суттєво впливає на суму зовнішнього кредиту в економіках з ринками, що формуються (Додаток К). Політичні ризики враховано за допомогою таких компонентів, як урядова стабільність, соціоекономічні умови, внутрішні та зовнішні конфлікти, корупція, право і порядок, якість бюрократії. Порівняно з внутрішнім боргом, суверенний борг несе додатковий ризик через коливання обмінного курсу. Висновок щодо прямого зв'язку між корупцією і державним боргом отримано навіть для країн ОЕСР [235].

Як виявили Л. Катао і С. Капур [169], підвищена ставка суверенних запозичень для країн з невисоким боргом, порівняно з країнами з набагато вищим борговим навантаженням, може пояснюватися не так репутацією чи кредитною передісторією, як це передбачалося в раніших дослідженнях, а ступенем макроекономічної нестабільності. Хоча така нестабільність зумовлює підвищену потребу в зовнішніх запозиченнях державного сектору для згладжування внутрішнього споживання, здатність країни до суверенних запозичень обмежується підвищеним ризиком дефолту як наслідком такої нестабільності.

Загалом включення до розгляду інституційних проблем лише підсилює висновок щодо недостатності обмінного курсу як інструменту спільного вирішення проблеми зовнішнього боргу і поточного рахунку, яка виникла внаслідок надмірних суверенних запозичень. Так, на прикладі Туреччини показано, що використання обмінного курсу або зменшення пропозиції грошової маси задля макроекономічної стабілізації є неефективним, якщо

немає вирішення структурних проблем засобами фіскальної політики<sup>45</sup> [349; 173]. Позитивним в цьому контексті виглядає досвід Албанії, де стабілізаційна політика вдало поєднувалася зі структурними реформами [363].

Загалом проведений вище аналіз проблем державного зовнішнього боргу не лише увиразнює панорамність функціональних зв'язків, але й схиляє до визнання відсутності чітких відповідей на кілька запитань, які актуальні для вітчизняної економіки:

- Яким є макроекономічний вплив зовнішніх запозичень державного сектору?
- Яким є характер зовнішніх державних запозичень – інвестиційним чи використаним на споживчі цілі?
- Які чинники визначають акумуляцію державного зовнішнього боргу?
- Яка система обмінного курсу – плаваючого чи фіксованого – забезпечує кращі передумови для стабілізаційної політики під час акумуляції та обслуговування державного зовнішнього боргу?

Слід визнати, що, попри популярність відповідної проблематики серед вітчизняних учених, залишається актуальним зроблений на початку минулого десятиліття доволі безапеляційний висновок В. Лісовенка, що в Україні відчувається дефіцит вагомих досліджень у сфері державного зовнішнього боргу, які б достатньою мірою враховували надбання світової економічної думки у цій сфері, не були зорієнтовані на аналіз минулих подій і не виглядали слабкими з прагматичного боку в конкретних питаннях вирішення проблеми зовнішніх запозичень державного сектору [46].

---

<sup>45</sup> Після 2001 р. в Туреччині незалежність політики центрального банку вдало поєднувалася з більш дисциплінованою фіскальною політикою, спрямованою на стабілізацію рівнів державного боргу.

## Висновки до розділу 1

Як показало аналітичне узагальнення результатів досліджень відповідної проблематики, досвід країн не виключає, що збільшення суверенного боргу може стати чинником прискорення динаміки економічного зростання, але потрібно враховувати супутні ризики. Державний борг може збільшувати приватні інвестиції, згладжувати споживчі витрати, допомагати консолідації результатів фінансової стабілізації, але надмірні обсяги суверенного боргу можуть мати низку негативних наслідків: дестабілізація динаміки доходу, передевальвація грошової одиниці, прискорення інфляції, зниження рівня добробуту населення та інвестиційної активності підприємницького сектору. Для визначення ефективності державного боргу важливими є кілька аспектів: збільшення приватного споживання, нейтралізація нестабільності обмінного курсу, мінімізація ризиків, пов'язаних зі збільшенням обсягів заборгованості державного сектору.

Представники класичної школи зазвичай заперечують стимулюючий вплив державних видатків, фінансованих за допомогою державного зовнішнього боргу, аргументуючи, що в довгостроковій перспективі це знижує інвестиції та пригнічує економічне зростання. Стандартна кейнсіанська модель Манделла-Флемінга передбачає, що збільшення зовнішніх запозичень державного сектору як чинник збільшення доходу має переваги на випадок фіксованого обмінного курсу. Врахування довгострокового бюджетного обмеження показує, що суверенний борг призводить до негайного зміцнення грошової одиниці, тоді як зростає амплітуда її майбутнього знецінення.

Теоретичні моделі неокласичного і неокейнсіанського спрямування передбачають можливість будь-якого ефекту від збільшення державного боргу (включно зі суверенними запозиченнями) – експансійного, рестрикційного чи нейтрального – залежно від типу споживачів, дотримання тотожності Рікардо, впливу на виробничу функцію чи фактичного рівня

боргу. Важливий теоретичний нюанс полягає у тому, що суверенний борг розглядається як один з чинників, що перешкоджають теоретичній інтерпретації державної заборгованості як нейтральної стосовно доходу і відсоткової ставки.

Динамічні моделі загальної рівноваги (DSGE) наголошують на відмінностях між коротко- і довгостроковими ефектами фіскальної політики. Окремий клас моделей передбачає зміну впливу фіскальної політики в міру досягнення певного граничного значення державного боргу.

Стратегія зовнішніх запозичень державного сектору має враховувати міжчасові аспекти акумуляції суверенного боргу. Стабільна траєкторія державного боргу необхідна для запобігання кризовим явищам і проведення відповідної стабілізаційної політики. Під час акумуляції суверенного боргу не можна розраховувати на автоматичне підтримання рівноваги платіжного балансу відразу з кількох причин: а) висока залежність інвестиційного процесу від попиту на імпорتنі товари, послуги і технології; б) асиметричний вплив зміцнення грошової одиниці на обсяги експорту-імпорту; в) підвищена вразливість до відпливу капіталу.

За умови значного балансового ефекту втрачається можливість використання девальвації грошової одиниці як чинника поліпшення сальдо поточного рахунку і підвищення довіри до економіки, що є необхідною передумовою для безперервного рефінансування суверенного боргу. Така структурна риса істотно погіршує можливості для управління зовнішньою заборгованістю державного сектору.

У країнах зі слабкими інституційними засадами збільшенню межі безпечних державних запозичень перешкоджають макроекономічна і політична нестабільність, а також поширеність корупції та неефективність адміністративного апарату.

Основні положення розділу опубліковані у [35; 39; 32; 33].

## РОЗДІЛ 2

### ПОЛІТИКА ДЕРЖАВНИХ ЗОВНІШНІХ ЗАПОЗИЧЕНЬ ЯК ЕЛЕМЕНТ ДОВГОСТРОКОВОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ У ДОЛАРИЗОВАНІЙ ЕКОНОМІЦІ

#### 2.1. Асиметрія коротко- і довгострокових наслідків акумуляції державного зовнішнього боргу

Як показано в розділі 1, зовнішні запозичення державного сектору можуть суттєво відрізнятися коротко- і довгостроковими ефектами. Порівнюючи промислові країни та країни, що розвиваються, слід виокремити низку факторів, які становлять відмінності між цими групами країн і стали основною причиною різного перебігу кризових явищ. Так, основною причиною є слабкість фінансових установ і фіскальних структур у країнах, що розвиваються.

Історично асиметрію коротко- і довгострокових ефектів найлегше простежити на прикладі найбільших країн Латинської Америки в 1960–1980-х рр. (рис. 2.1). Структурними особливостями Аргентини, Бразилії і Мексики, що істотно підсилили чутливість економік до кризових явищ, стали доларизація<sup>46</sup>, індексація і структура термінів погашення боргу, які відбивали слабкість фінансової структури.

Головною метою державних запозичень вважалося збільшення інвестицій за умови браку належних внутрішніх заощаджень. Використання зовнішніх запозичень державного сектору мало на меті уникнути підвищення

---

<sup>46</sup> За останні 15–20 рр. багато країн, що розвиваються, пройшли процес доларизації, який відбувався як у реальному секторі економіки, так і в банківському. У багатьох країнах він досяг високого рівня після фінансових криз, підірвавши довіру до національної валюти. Доларизацію підсилює практика численних девальвацій грошової одиниці. Значна доларизація знижує ефективність контролю інфляції. Щобільше, власні ризики створює практика надання валютних позик резидентам, які не отримують доходи в іноземній валюті. Зі значною проблемою стикаються й уряди, оскільки бюджетні надходження отримуються в національній грошовій одиниці, а віддавати зовнішній борг доводиться в іноземній валюті. У такій ситуації опинилася Аргентина (2001 р.) та Уругвай (2002 р.). Проблема полягає у тому, що резиденти віддають перевагу заощадженням в іноземній валюті за нестабільного економічного середовища.

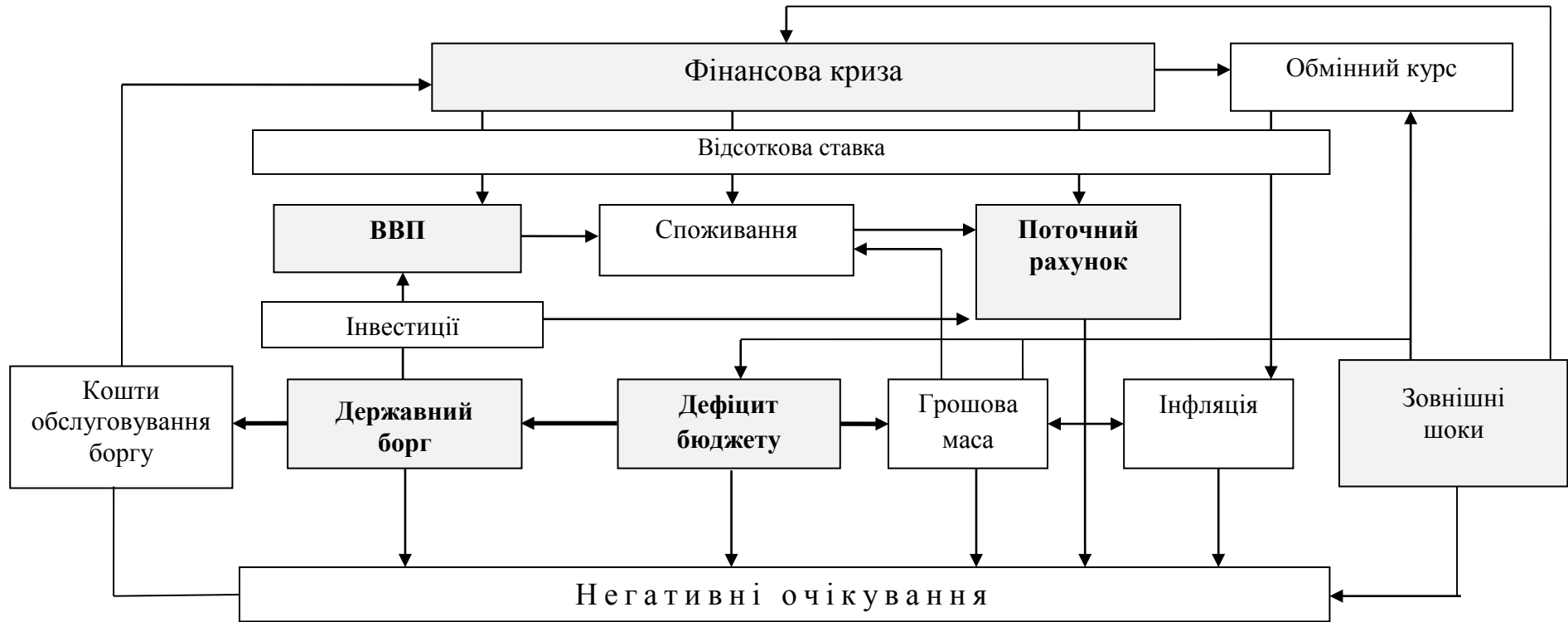


Рис. 2.1. Причинно-наслідкові механізми взаємодії економічних показників у виникненні боргової та фінансової криз у Латинській Америці у 1980-х рр.

Джерело: складено автором



відсоткової ставки на внутрішньому ринку та знизити вартість обслуговування державного боргу. Супутнє зміцнення грошової одиниці внаслідок залучення іноземного капіталу розглядалося радше як сприятлива риса, адже дозволяло здешевити інвестиційний імпорт. На довгострокову перспективу зростання доходу мало забезпечити безперешкодне обслуговування суверенного боргу, не порушуючи довгострокового бюджетного обмеження.

Однак такому перебігу подій перешкоджали відразу кілька механізмів. По-перше, низька ефективність інвестиційного процесу в поєднанні з недоліками податкового менеджменту призводили до того, що податкові надходження зростали незначною мірою, порівняно з вартістю обслуговування суверенного боргу. Практично не було зворотного зв'язку між доходом і сальдо бюджету (державним боргом). Зростаюча вартість обслуговування суверенного боргу створювала передумови для кризових явищ.

По-друге, як інвестиції, так і приватне споживання мали вагомий імпорнтний компонент, що визначало прямий (і вагомий) зв'язок з сальдо поточного рахунку. Стрімке погіршення сальдо експорту-імпорту товарів і послуг лише підсилювало негативні очікування, які без того створено високим рівнем державного боргу та дефіциту бюджету. Однак, під час появи кризових явищ відбувалося стрімке зниження приватного споживання у поєднанні зі збільшенням заощаджень в обох секторах – приватному і державному, що практично негайно поліпшувало сальдо поточного рахунку (Додаток Л).

По-третє, додаткові труднощі створював зв'язок між грошовою масою та інфляцією, який ставав наслідком або монетизації припливу капіталу (для запобігання надмірному зміцненню грошової одиниці), або фінансування дефіциту бюджету.

Нарешті, негативні очікування підсилювалися зовнішніми шоками, які зазвичай позначалися негайним знеціненням грошової одиниці. За умови

недостатньої довіри до економіки та рестрикційного впливу девальвації, на відміну від промислових країн, виникав відплив капіталу і втрачалися можливості для рефінансування зовнішнього боргу. Така ситуація лише підсилювала девальваційний імпульс і призводила до підвищення відсоткової ставки. Обидва чинники дестабілізували реальний сектор, що не сприяло перспективі обслуговування зовнішнього боргу. Також власний негативний вплив мав «перенос» обмінного курсу на інфляцію.

Щобільше, на погіршення зовнішніх умов країни-боржники намагалися реагувати додатковими запозиченнями державного сектору. Приміром, на підвищення цін на сиру нафту майже вчетверо – до 18 дол. за барель – під час нафтової кризи 1973–1974 рр. країни Латинської Америки, які імпортували нафту (Уругвай, Колумбія, Аргентина, Бразилія), відреагували збільшенням суверенного боргу. Коли під час другої нафтової кризи 1979–1981 рр. ціна за барель нафти зросла з 18 до 34 дол., можливостей уникнути рестрикційної політики вже не було. Водночас зовнішні умови виявилися набагато гіршими, адже додалося підвищення світової відсоткової ставки, що збільшило вартість обслуговування зовнішнього боргу для країн Латинської Америки. У 1982 р. вартість обслуговування зовнішнього боргу перевищила обсяги експорту. Першою країною, яка відмовилася від обслуговування зовнішнього боргу, стала Мексика, згодом до неї долучилися Бразилія, Аргентина і Чилі.

Попри численні спроби<sup>47</sup>, рестрикційна політика за допомогою обмеження пропозиції грошової маси та скорочення дефіциту бюджету не розв'язала проблему заборгованості, що стало серйозною перешкодою для економічного розвитку країн Латинської Америки. У 1985 р. за пропозицією

---

<sup>47</sup> Впродовж 1982–1984 рр. для країн Латинської Америки МВФ були розроблені програми фінансової стабілізації, спрямовані на вирівнювання платіжного балансу та подолання інфляції. Практично це передбачало девальвацію грошової одиниці та перехід до плаваючого обмінного курсу. Попри низьку ефективність стабілізаційних програм, які не були в змозі оперативного відновити стабільне економічне зростання, було дещо покращено сальдо платіжного балансу та поновлено обслуговування зовнішнього боргу.

тодішнього державного секретаря США Джеймса Бейкера зовнішні борги країн, що розвиваються, було реструктуризовано в обмін на обіцянки подальших реформ, але їх ефективність виявилась надзвичайно низькою [83].

Сучасна боргова ситуація більшості промислових країн структурно відрізняється (рис. 2.2). Кризові явища в США у 2008–2009 рр. стали наслідком низьких внутрішніх заощаджень (Додаток М) і високої довіри до американської економіки, що зумовило значний приплив капіталу та зростання глобальних дисбалансів. Очікувалося, що світова фінансова криза призведе до реверсивних тенденцій у споживанні та вирівняє поточний рахунок у США і Китаї, але цього не сталося через: а) антикризові програми низки країн (США, Великобританія, Франція); б) боргові проблеми країн-членів ЄС, які не дозволили долару знецінитися, а, навпаки, посприяли зміцненню; в) надмірна довіра інвесторів до стабільності американської економіки. На відміну від країн Латинської Америки, кризові явища не лише не позначилися відпливом капіталу зі США, а, навпаки, під час світової фінансової кризи інвестори сприйняли американську економіку як єдиний надійний фінансовий центр<sup>48</sup>.

Припущення щодо значного дефіциту бюджету як важливої причини фінансової кризи в США (2008–2009 рр.) трапляється в літературі [343], але не вважається домінуючим. Переконаліше те, що проблеми створило надлишкове приватне споживання, що стало наслідком надмірного оптимізму щодо перспектив американської економіки, заниженої відсоткової ставки та значного припливу капіталу. Після запізненого підвищення відсоткової ставки (зі середини 2004 р.) через страх прискорення інфляції очікуваного поліпшення сальдо поточного рахунку не відбулося, оскільки цьому перешкоджав приплив капіталу. У 2005–2008 рр. погіршенню сальдо

---

<sup>48</sup> На відміну від Японії, де рівень державного боргу вдвічі вищий, але головними кредиторами (95 %) є резиденти (місцеві банки, домогосподарства, пенсійні та страхові фонди, промислові підприємства), у США 33 % державного боргу тримають нерезиденти: Китай (8,2 %), Японія (6,3 %), Великобританія (1,9 %) та Росія (1 %).

експорту-імпорту перешкоджало стрімке підвищення цін на сиру нафту та інші сировинні товари. У такому обмеженому контексті зовнішні події можуть розглядатися як чинник виникнення кризових явищ, але головна причина – збільшення приватного споживання – була внутрішньою. Це США відрізняє від країн Латинської Америки, де зовнішні причини виразно домінували.

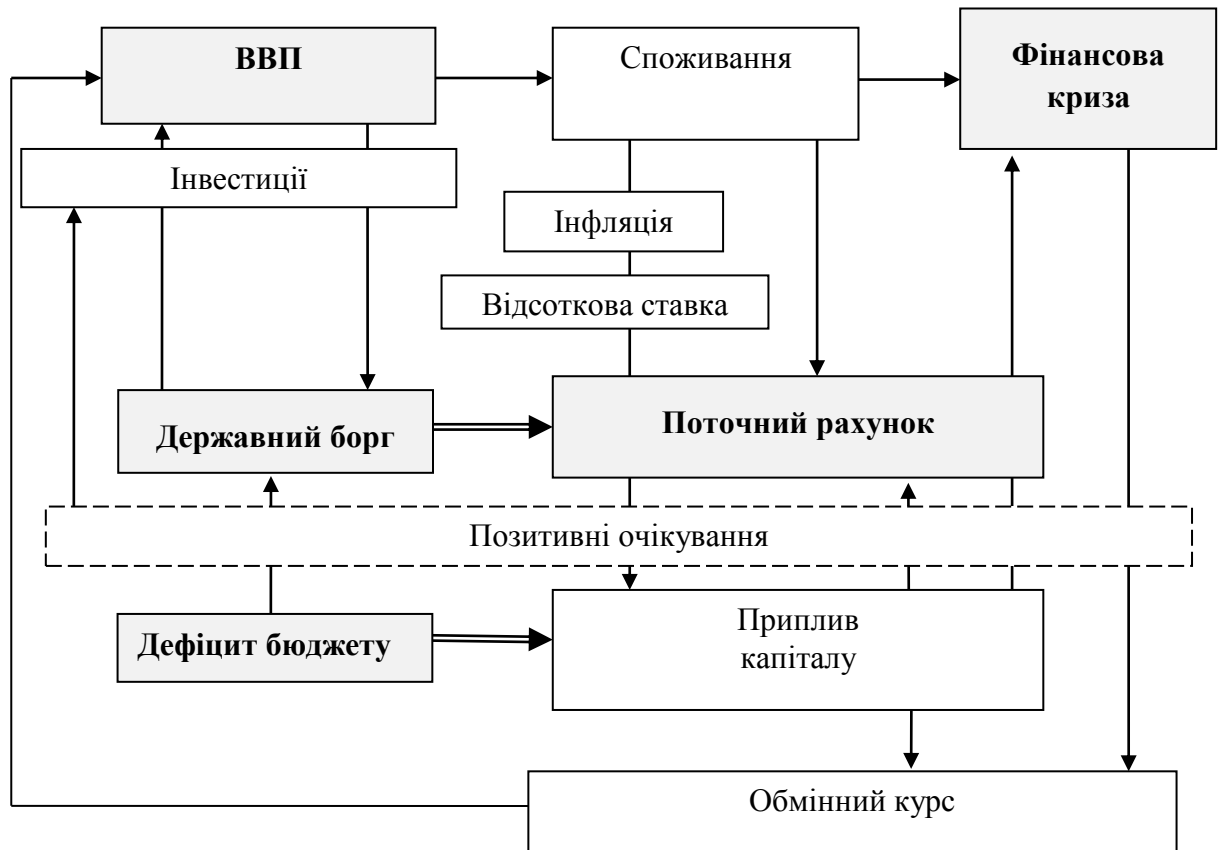


Рис. 2.2. Причинно-наслідкові механізми боргової та фінансової криз у США

Джерело: складено автором

Дві інші відмінності полягають у тому, що з початком кризи обмінний курс долара зміцнився, а приплив капіталу не змінився його відпливом, попри рекордно низькі відсоткові ставки, кризові явища у фінансовому секторі та програми антикризового порятунку економіки. Зрозуміло, що позитивні очікування створили якісно відмінне тло для збільшення дефіциту бюджету як елемента стабілізаційної політики. Акумуляція державного боргу радше підсилила, ніж послабила оптимістичні очікування, адже розглядалася

як вдалий антикризовий засіб, здатний запобігти виникненню дефляції зразка 1929–1933 рр. Відповідно, не відбулося істотного зменшення інвестицій, а приватне споживання оперативно відновилося.

Проте пізніший досвід США не заперечує універсальності переходу до рестрикційної фіскальної політики на довгострокову перспективу. З початку 2013 р. Конгрес зіткнувся з необхідністю впровадження низки непопулярних заходів щодо збільшення податків (внаслідок втрати чинності попередніх податкових пільг) і скорочення державних витрат, що отримало назву фіскального обвалу (*англ.* fiscal cliff). Панувала думка, що фіскальне стиснення (*англ.* fiscal tightening) може призвести до спаду ВВП на 0,5 % та підвищення безробіття на 9 % у другій половині 2013 р., що лише підсилить загрозу дефляції [106, с. 14]. Такі песимістичні прогнози стали поштовхом до пошуку альтернативних варіантів фіскальної політики. Тому 2 січня 2013 р. президент Барак Обама підписав Закон «Про підтримку платників податку 2012» (*англ.* The American Taxpayer Relief Act of 2012), який передбачав поміркованіше підвищення податків. Нами передбачалося, що, попри відтермінування рестрикційних фіскальних заходів, цього не вдасться уникнути в майбутньому, що лише відкладає в часі неминуче уповільнення економічного зростання через надмірне зростання державного боргу [41]. Додаткові ризики створює ймовірна відмова Китаю та інших країн, що розвиваються, від придбання урядових облігацій США, та зростання відсоткових платежів після відмови від рекордно низьких відсоткових ставок.

Проведений аналіз переконує, що основним для розуміння відмінного впливу суверенних запозичень є поведінка платіжного балансу і обмінного курсу. Простежуються два відмінних сценарії впливу боргу на поточний рахунок: а) фінансування державних інвестицій, що у майбутньому сприяє економічному зростанню та кореспондуючому збільшенню заощаджень, що, своєю чергою, покращує поточний рахунок; б) фінансування дефіциту бюджету та одночасного зростання споживання, що в майбутньому через

необхідність фінансування боргу призведе до скорочення видатків урядового і приватного секторів як необхідних елементів поліпшення сальдо поточного рахунку (рис. 2.3).

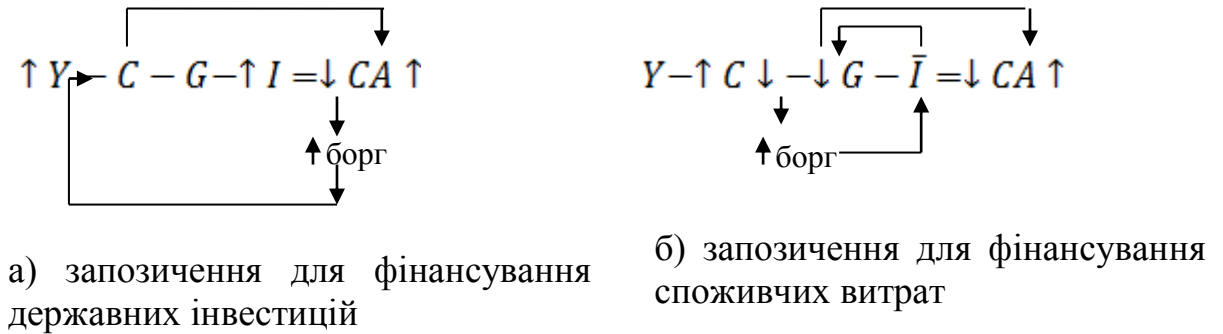


Рис. 2.3. Схема зв'язку між зовнішніми запозиченнями і сальдо поточного рахунку

Джерело: складено автором

У першому варіанті основним стає позитивний вплив урядових видатків на економічне зростання, як це передбачає, наприклад, модель Манделла-Флемінга [79, с. 326]. Не вдаючись у технічні деталі [374], основні висновки проілюстровано на рис. 2.4<sup>49</sup>. Приймаючи  $g_0$  та  $x_0$  як початкові величини співвідношень «державний капітал/приватний капітал» і «державний борг/приватний капітал», отримуємо три випадки: (i) якщо початковий рівень  $(g_0, x_0)$  перебуває внизу справа від сідлової траєкторії, довгострокової рівноваги немає; (ii) якщо початковий рівень  $(g_0, x_0)$  розташований на стійкій гілці, економіка прямує до стану довгострокової рівноваги  $U$ ; (iii) якщо початковий рівень  $(g_0, x_0)$  розташований вгорі зліва від стійкої гілки, економіка рухається до точки рівноваги  $S$ . Стабільна рівновага передбачає, що існує граничне значення початкового державного боргу для заданої кількості державного капіталу.

Якщо початковий рівень державного боргу до приватного капіталу  $x$  достатньо високий, але менший, ніж граничне значення, податки відносно

<sup>49</sup> Величини стаціонарних режимів  $(g, x)$  проілюстровано перетином кривих  $XX$  і  $GG$  на площині  $(g, x)$ .

низькі. Звідси, акумуляція приватного капіталу щодо ВВП буде більшою, знижуючи рівень державного боргу до приватного капіталу протягом деякого перехідного періоду. Навпаки, якщо початковий державний борг вищий за граничне значення, стає необхідним перегляд бюджетної політики<sup>50</sup>. Якщо економіка прямує до сідлової точки  $U$ , можна скоротити державний борг і таким чином підвищити темп економічного зростання. Припускаючи, що більші інвестиції передбачають вищу вартість державного капіталу, дефіцит бюджету може бути стабільним тривалий час навіть за умови порівняно великого державного боргу.

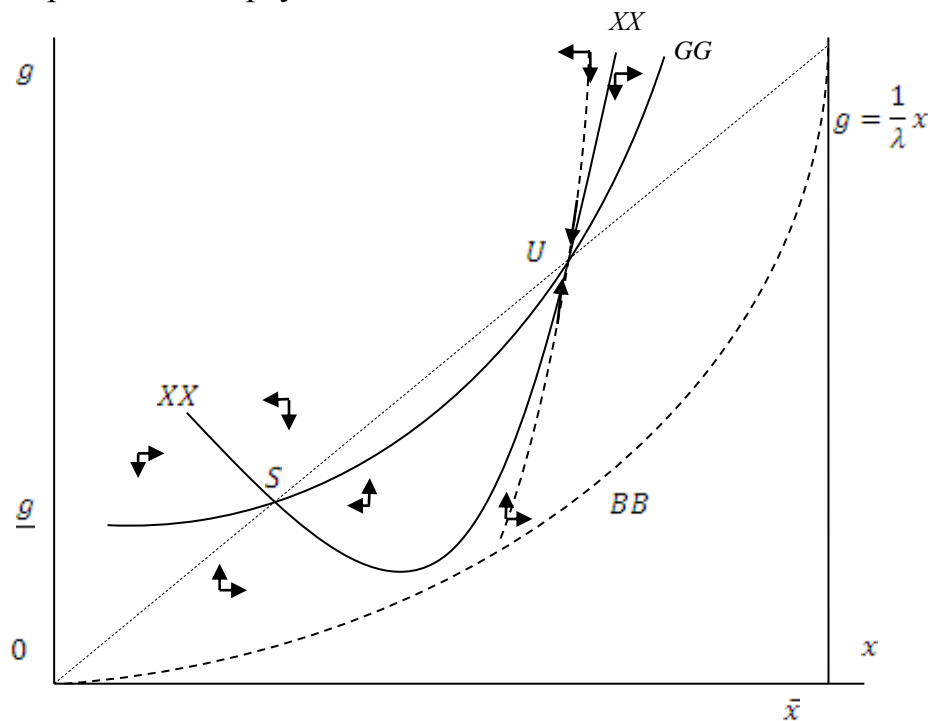


Рис. 2.4. Умови стабільного зростання державного боргу та довгострокового економічного розвитку [374, с. 37]

Оскільки зростання рівня державних інвестицій до ВВП  $\theta$  переміщує обидві криві  $XX$  і  $GG$  вгору (рис. 2.5), зростають обидва (стабільні)

<sup>50</sup> Урядові запозичення перешкоджають акумуляції приватного капіталу через збільшення відсоткової ставки. Вища вартість обслуговування державного боргу вимагає підвищення податків, що додатково пригнічує акумуляцію приватного капіталу. Оскільки дефіцит бюджету залишається незмінним щодо ВВП і приватного капіталу, податковий тиск зростатиме. У підсумку обсяги приватного капіталу зменшуватимуться, тоді як рівень державного боргу до приватного капіталу досягне верхньої межі  $\bar{x}$ .

довготермінові рівні: (1) державного капіталу до приватного капіталу та (2) державного боргу до приватного капіталу.

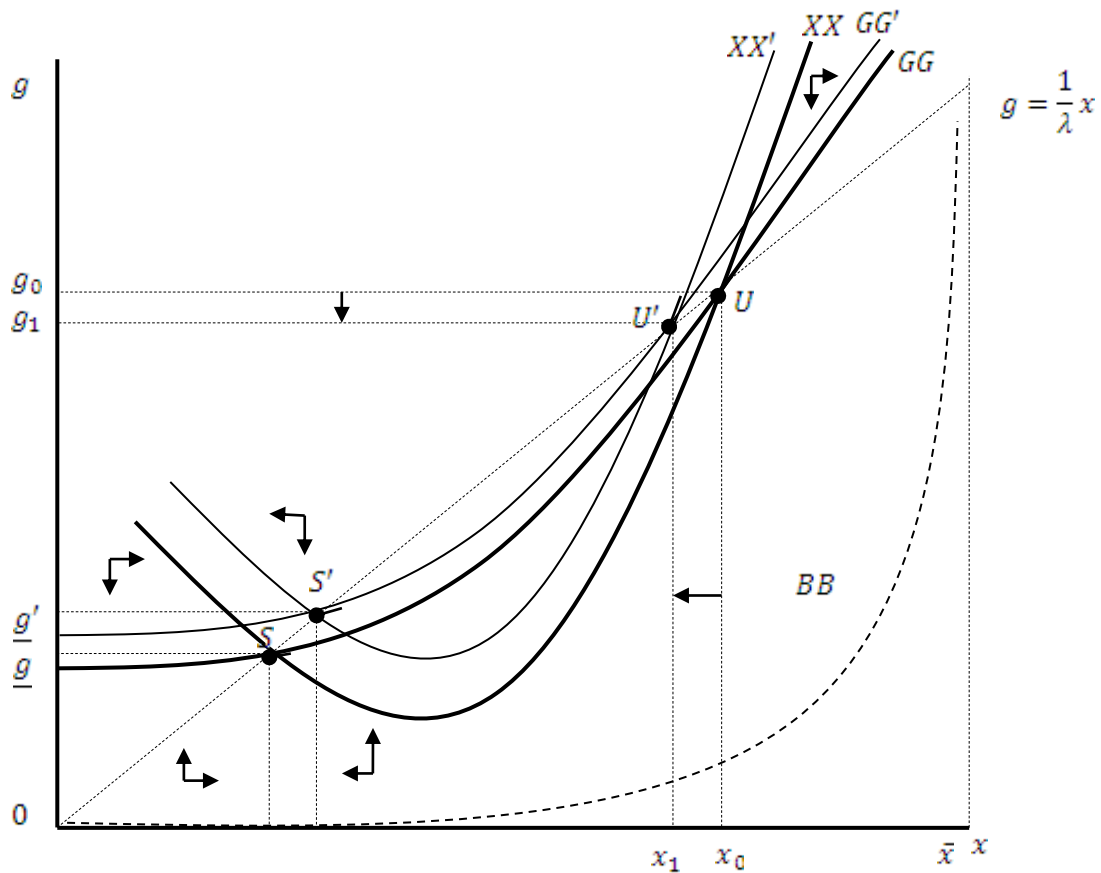


Рис. 2.5. Зміни в рівні державних інвестицій до ВВП

Джерело: складено автором на основі [374]

Звідси, граничне значення державного боргу для заданої величини державного капіталу стає нижчим, що означає розширення діапазону нестабільної фіскальної політики<sup>51</sup>. Отже, скорочення (збільшення) рівня державних інвестицій<sup>52</sup> при стабільному незмінному рівні державного

<sup>51</sup> За умови перебування біля рівноваги в сідловій точці немає можливостей для збільшення державного боргу, адже зростання державних інвестицій підсилює нестабільність економічної системи. Навпаки, скорочення обсягів державного інвестування підсилює стабільність, якщо економіка перебуває поблизу, але нижче зліва від рівноваги в сідловій точці зі стабільним державним боргом.

<sup>52</sup> Ефект від збільшення державних інвестицій подвійний: короткостроковий прямий ефект обумовлено зростанням обсягів інвестицій, а довгостроковий непрямий ефект — через збільшення державного боргу до приватного капіталу. Зі зростанням державного капіталу до ВВП обидва ефекти негативні. Оскільки рівень державного боргу залишається без змін, збільшений рівень державних інвестицій не лише вимагає збільшення рівня



фінансування не лише знизить (підвищить) рівень державного боргу в довгостроковому періоді, але також підвищить (знизить) граничне значення рівня державного боргу до приватного капіталу. Відповідно, скорочення (збільшення) рівня державних інвестицій зумовлює скорочення (підвищення) податків не лише безпосередньо (короткостроковий період), але й опосередковано – через скорочення (зростання) коштів обслуговування державного боргу (довгостроковий період).

Подібними є наслідки зростання державного боргу, але, на відміну від випадку зростання державних інвестицій, у короткочасному періоді відбувається зниження податкового тиску<sup>53</sup>.

Для розгляду варіанту б), коли суверенний борг фінансує поточне споживання, використаємо модель Л. Булут [158], що передбачає обмежений життєвий горизонт домогосподарств. Типовий споживач отримує дохід від виробництва та вкладів у іноземні облігації та інвестує дохід з вирахуванням споживання у внутрішній капітал чи іноземні облігації ( $b_t$ ). Для країни-боржника дохід від виробництва ( $y_t$ ) складає єдине джерело сукупного поточного доходу. Таким чином, будь-яке надмірне споживання фінансуватиметься завдяки зовнішнім запозиченням. Приймаючи те, що в економіці немає невизначеності, типовий представник має два змінні рішення: вкладення у внутрішній фізичний капітал ( $k_t$ ) й утримання зовнішнього боргу у наступному періоді ( $b_t$ ).

Спосіб вкладення коштів резидентами – у фізичний капітал чи урядові облігації – залежно від очікувань відсоткової ставки проілюстровано на рис. 2.6. [162]. Якщо індивіди в періоді 0 здатні передбачити оптимальну

---

податку в момент зміни політики, але також збільшує випуск облігацій. Надалі більший державний борг підвищує відсоткові платежі за державним боргом, вимагаючи майбутнього збільшення податків. Скорочення рівня державних інвестицій передбачає скорочення податків як у короткостроковому, так і в довгостроковому періодах.

<sup>53</sup> Непрямий вплив через збільшення рівня державного боргу до приватного капіталу щонайменше частково нівелює негативний ефект, хоча довгостроковий податковий рівень може бути нижчим, незмінним або вищим за початковий рівень до змін політики.

урядову політику в періоді 1 з ідеальною достовірністю, тоді умову логічності забезпечує урядове бюджетне обмеження, коли населення може передбачити частку неповернення боргу  $\theta$ , але не розрізняє відмінностей між урядовими облігаціями і капіталом. Таким чином, рівновага перебуває в точках перетину  $E^0$  та  $E^1$ . У точці  $E^0$  населення не очікує дефолту; з другого боку, оптимальна відповідь уряду в періоді 1 – це встановити ставку податку,  $x = g + bR$ . В  $E^1$  відмова від виплати боргу є частковою, тому відповідний відсотковий множник  $R_b^1$  більший, ніж на капітал  $R$ .

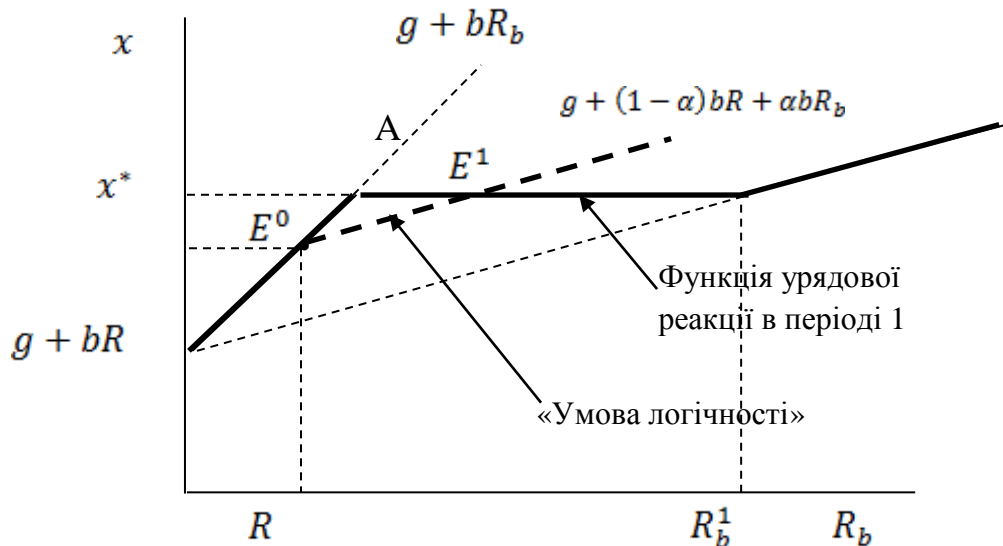


Рис. 2.6. Варіанти вибору резидентів відповідно до очікувань зміни відсоткової ставки [162]

Якщо врахувати вартість утримання боргу, споживання стає чутливим до чистої зовнішньої боргової позиції. Як довго країна залишається в ролі боржника, так довго гранична корисність поточного споживання буде вищою, аніж гранична корисність майбутнього споживання. Це призводить до обмеження споживання, бо поточне споживання стає дорожчим, виходячи з майбутнього споживання (ефект заміщення з еластичністю  $\psi$ ).

Нижче оцінено характер впливу зовнішніх запозичень державного сектору на обсяги інвестицій і приватного споживання, що дозволяє

визначити їхнє спрямування: інвестиційне чи споживче. Візуально зовнішні запозичення державного сектору практично ідеально повторюють траєкторію приватного споживання (рис. 2.7). У післякризових 2010–2014 рр. обсяги державного зовнішнього боргу майже подвоїлися – з 17,6 до 32,3 млрд дол., що супроводжувалося збільшенням споживчих видатків зі 74,7 % до 87,8 % від ВВП. Водночас сукупні інвестиції перебували у межах 16–18 % від ВВП, що значно нижче за показник передкризових 2006–2008 рр. Зміни відсоткової ставки та інвестицій виглядають асиметричними в 2003–2008 рр., але у післякризовий період бракує виразної візуальної залежності між обома показниками.

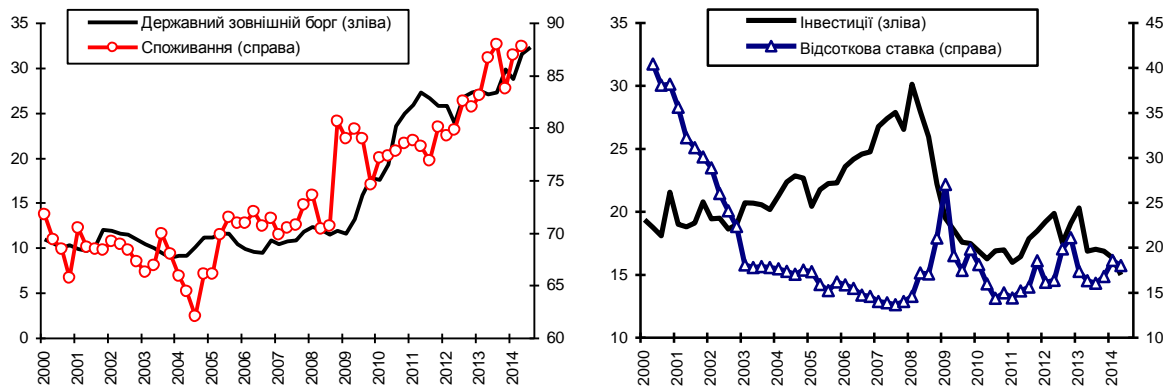


Рис. 2.7. Україна: вибрані макроекономічні показники (борг у млрд дол. США, відсоткова ставка у %, решта – у % від ВВП), 2000–2014 рр.  
Джерело: складено автором на основі даних [257; 56]

Для емпіричного оцінювання характеру зовнішніх запозичень державного сектору в економіці України – інвестиційного чи споживчого – використано квартальні дані за період 2000–2014 (II кв.) таких показників:  $DEBTG_t$  – державний зовнішній борг (млн дол. США),  $RL_t$  – відсоткова ставка (%),  $INV_t$  – інвестиції (% від ВВП),  $CONS_t$  – приватне споживання (% від ВВП) (рис. 2.7). Дані про державний борг отримано зі звітності НБУ [56], а решту показників – з інтерактивної бази даних МВФ *International Financial Statistics* [257].

Вдосконалений тест Дікі-Фуллера (англ. Augmented Dickey-Fuller test) показує, що кожен з чотирьох показників має одиничний корінь, тобто стає стаціонарним для перших різниць (табл. 2.1). Гіпотезу про нестационарність рівнів  $DEBTG_t$ ,  $RL_t$ ,  $INV_t$ ,  $CONS_t$  відкинути не можна, тоді як для перших різниць це справджується на рівні статистичної значущості 1 %. Оскільки всі чотири показники мають одиничний корінь, існує можливість, що їхнє лінійне поєднання є стаціонарним (або зазначені показники є коінтегрованими). Відповідне лінійне (коінтеграційне) рівняння може вважатися характеристикою довгострокового зв'язку між досліджуваними показниками.

Таблиця 2.1

Тест ADF на стаціонарність обраних макроекономічних показників

	Показники			
	$DEBTG_t$	$RL_t$	$INV_t$	$CONS_t$
Рівень	0,21 (0,97)	-2,44 (0,35)	-1,46 (0,82)	0,81 (0,88)
Перші різниця	-5,68 (0,0*)	-7,32 (0,0*)	-7,72 (0,0*)	-8,89 (0,0*)

*Примітка:* в дужках подано значення р-критерію Маккіннона; в усіх випадках використано оптимальний лаг на основі критерію Шварца; тут і далі \* означає статистичну значущість на рівні 1 %, \*\* – на рівні 5 %, \*\*\* – на рівні 10 %.

Джерело: складено автором

Результати тесту Джохансена представлено в табл. 2.2. Обидва критерії – Trace і Max Eigenvalue – показують наявність одного коінтеграційного рівняння на рівні статистичної значущості 5 %. Це означає, що між показниками державного зовнішнього боргу, відсоткової ставки, інвестицій та споживання існує стійкий довгостроковий зв'язок.

Оскільки вихідні дані є нестационарними і характеризуються взаємною причинністю, для емпіричного оцінювання використано модель векторної авторегресії з коригуванням помилки (англ. Vector Autoregression/Error-

Correction – VAR/VEC), що передбачає врахування впливу довгострокових (або коінтеграційних) залежностей на короткочасні зміни залежної змінної.

Таблиця 2.2

Коінтеграційний тест Джохансена  
для показників державного зовнішнього боргу ( $DEBTG_t$ ),  
відсоткової ставки ( $RL_t$ ), інвестицій ( $INV_t$ ) та споживання ( $CONS_t$ )

		Trace			Max Eigenvalue		
		Значення	Критичне значення на рівні 5 %	p-value	Значення	Критичне значення на рівні 5 %	p-value
$H_0:$	$r = 0$	48,88**	47,85	0,04	28,62	27,58**	0,03
	$r = 1$	20,27	29,79	0,40	13,93	21,13	0,37
	$r = 2$	6,33	15,49	0,65	6,32	14,26	0,58
	$r = 3$	0,01	3,84	0,93	0,01	3,84	0,93

Джерело: складено автором

У моделях VAR/VEC короткочасна динаміка залежної змінної (перші різниці) залежить від лагових значень – її власних та інших залежних змінних, відповідних довгострокових зв'язків і незалежних змінних:

$$\Delta y_{i,t} = \Gamma_1 \Delta y_{i,t-1} + \dots + \Gamma_k \Delta y_{i,t-k+1} + \Pi \tilde{y}_{i,t-1} + \Psi X_t + \varepsilon_t, \quad (2.1)$$

де  $\Delta y_t$  – перші різниці залежної змінної;  $\tilde{y}_t$  – довгострокове значення (у рівнях);  $X_t$  – вектор незалежних змінних;  $\varepsilon_t$  – стохастичний чинник.

Для цілей цього дослідження всі залежні змінні логарифмовано. Як незалежні змінні використано показник реального обмінного курсу та фіктивну змінну  $CRISIS$ , що враховує вплив кризових явищ за досліджуваний період часу ( III–IV кв. 2004 р., III кв. 2008 р. – IV кв. 2009 р., I–II кв. 2014 – 1, а в решті випадків – 0).

Використано таку послідовність шоків для поточного періоду:  $DEBTG_t \Rightarrow RL_t \Rightarrow INV_t \Rightarrow CONS_t$ . Це означає, що зовнішні запозичення державного сектору спочатку впливають на рівень відсоткової ставки, а це

визначає обсяги інвестицій. Надалі від інвестиційного процесу залежать обсяги приватного споживання. Така причинно-наслідкова послідовність відповідає теоретичній інтерпретації наслідків зовнішніх запозичень державного сектору. Однією з переваг зовнішніх запозичень є можливість уникнути підвищення відсоткової ставки або навіть знизити її за умови достатньо високої залежності попиту на гроші від відсоткової ставки. Для конкретних українських умов набагато ймовірніше, що від відсоткової ставки залежать передусім інвестиції, а не приватне споживання, адже більшість домашніх господарств мають обмежений доступ до банківських позик. Логічно припустити, що інвестиції впливають на приватне споживання через збільшення попиту на робочу силу, хоча не виключений короткочасний ефект заміщення, коли вищі інвестиційні видатки витісняють приватне споживання.

Оцінений довгостроковий коінтеграційний вектор виявився таким:

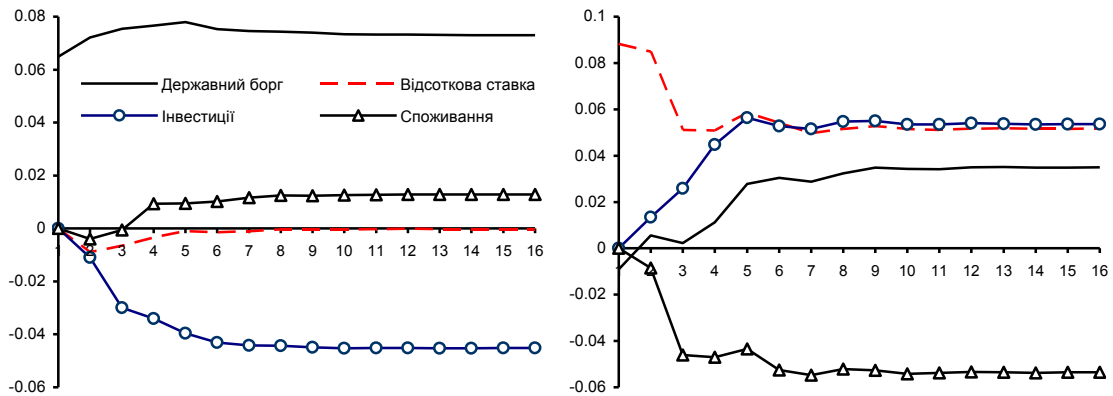
$$DEBTG_t = 0,102 RL_{t-1} - 1,321 INV_{t-1} + 3,088 CONS_{t-1}. \quad (2.2)$$

(0,11)                      (0,19)                      (0,15)

Отриманий результат показує, що державний зовнішній борг не залежить від рівня відсоткової ставки, тоді як два інших показники мають істотний асиметричний вплив. Від збільшення інвестицій можна очікувати зменшення зовнішньої заборгованості державного сектору, а збільшення приватного споживання має протилежний ефект. Це означає, що мотивацією для збільшення державного боргу стає турбота про підтримання підвищеного рівня споживчих видатків, яка може мати виразне політичне підґрунтя відповідно до логіки максимізації електоральної підтримки коштом майбутніх економічних труднощів [94].

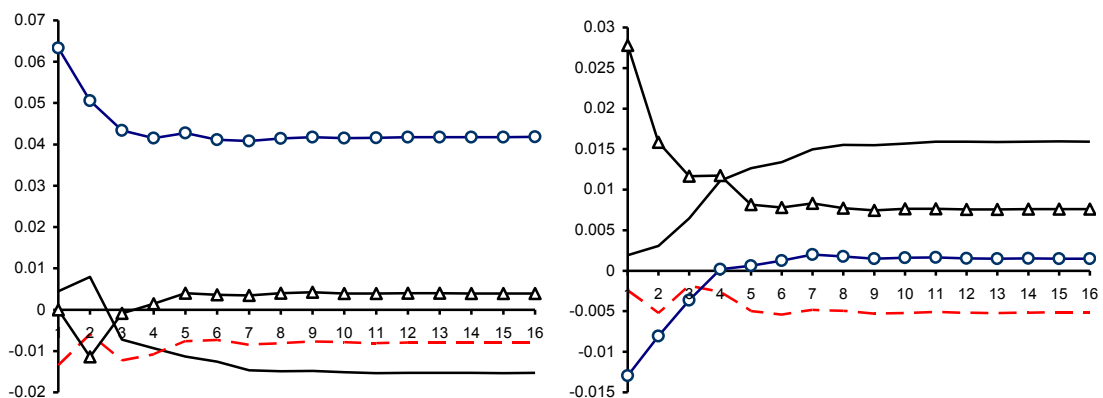
Водночас певні труднощі створює інтерпретація оберненої залежності між інвестиціями та державними запозиченнями. Можна припустити, що за умов високих інвестицій з'являються достатні податкові (або інші) надходження до бюджету, що зменшує потребу в запозиченнях державного сектору, тим паче за

умови ймовірного в такій ситуації підвищеного попиту на кредитні ресурси на внутрішньому фінансовому ринку, що надає порівняльну перевагу дешевшим зовнішнім запозиченням. Відповідні імпульсні функції, що характеризують короткочасний взаємний вплив залежних змінних, показано на рис. 2.8.



а) державний зовнішній борг;

б) відсоткова ставка;



в) інвестиції;

г) споживання;

Рис. 2.8. Взаємний вплив досліджуваних показників

Джерело: складено автором

Державний зовнішній борг дуже інерційний: після початкового збільшення урядових зобов'язань державного сектору цей показник незначно зростає ще рік, а потім лише незначно знижується. Зауважена інерційність державного боргу може означати відсутність механізмів автоматичної корекції рівня зовнішніх запозичень державного сектору.

Опосередковано це означає, що зміна обсягів державного зовнішнього боргу відбувається внаслідок дискретних подій, наприклад у разі появи

кризових явищ або виникнення нестандартних ситуацій на світових фінансових ринках. Для конкретної української ситуації фіктивна змінна *CRISIS* показує, що кризові явища призводять до збільшення обсягів державного зовнішнього боргу. Таку залежність неважко пояснити отриманням пакетів офіційної фінансової допомоги в 2008–2009 рр. і з початку 2014 р.

Зменшення обсягів державного боргу слід очікувати від збільшення інвестицій і зменшення приватного споживання, причому вплив інвестицій набагато відчутніший. Напряму впливу обох змінних – інвестицій і споживання – на державний борг відповідає довгостроковим залежностям (рівняння (2.2)), хоча в цьому випадку вплив приватного споживання переважає. Асиметрія впливу інвестицій і споживання на обсяги державних зовнішніх інвестицій має довго- і короткостроковий характер, відрізняючись лише порівняльною амплітудою. На довгострокову перспективу державні зовнішні запозичення більше залежать від приватного споживання, а короткочасні залежності визначаються переважно інвестиціями. Аналіз декомпозиції залишків (табл. 2.3) показує, що частка споживання у змінах державного зовнішнього боргу є маргінальною, а тому відповідна залежність не має істотного практичного значення. Водночас частка інвестицій поступово зростає зі 6 % до 22 %, що теж небагато, але такий вплив не можна вважати маргінальним.

Акумуляція державного зовнішнього боргу стає чинником збільшення приватного споживання, підвищення відсоткової ставки та зменшення інвестицій (на довгострокову перспективу). Перша з цих залежностей виглядає цілком стандартною і відповідає логіці стимулювання приватного споживання як чинника мобілізації електоральної підтримки. Відповідне припущення лише підсилюється зменшенням приватних інвестицій (з деяким лагом), як це передбачає одна з моделей політичного циклу [94]. Немає жодних підстав для інвестиційного спрямування державних зовнішніх запозичень, адже після незначного короткочасного збільшення інвестицій надалі цей показник зменшується до нижчого довгострокового значення.



Таблиця 2.3

## Декомпозиція залишків VAR/VEC-моделі

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу				
		3	6	9	12	16
Державний зовнішній борг ( <i>DEBT</i> )	<i>DEBT</i>	93	84	80	77	76
	<i>R</i>	1	1	0	0	0
	<i>INV</i>	6	14	19	21	22
	<i>CONS</i>	0	1	1	1	2
Відсоткова ставка ( <i>R</i> )	<i>DEBT</i>	1	4	7	8	9
	<i>R</i>	85	57	46	41	37
	<i>INV</i>	4	19	23	25	27
	<i>CONS</i>	10	20	24	25	27
Інвестиції ( <i>INV</i> )	<i>DEBT</i>	1	3	5	7	8
	<i>R</i>	4	4	4	4	2
	<i>INV</i>	93	92	90	88	87
	<i>CONS</i>	2	1	1	1	1
Споживання ( <i>CONS</i> )	<i>DEBT</i>	4	23	37	46	53
	<i>R</i>	2	4	5	6	6
	<i>INV</i>	16	11	8	6	5
	<i>CONS</i>	77	62	49	42	36

Джерело: складено автором

Втім частка державного боргу в змінах інвестицій порівняно незначна (не вище 8%), тоді як у змінах приватного споживання поступово стає дуже високою – понад 50%. Такий результат лише підсилює висновок про вагому залежність споживчих видатків від зовнішніх запозичень державного сектору. Можна з впевненістю стверджувати про явище «проїдання» таких запозичень.

Хоча у звичному контексті моделі Манделла-Флемінга від надходжень іноземного капіталу у державний сектор економіки можна очікувати зниження відсоткової ставки або принаймні її збереження на початковому рівні, для України отримано цілком протилежний вплив. Після збільшення державних зовнішніх запозичень відсоткова ставка зростає упродовж року і надалі залишається на вищому рівні. Такий вислід можна пояснити підвищенням премії за ризик, що природно пов'язати з побоюваннями щодо

відмови від обслуговування державних боргових зобов'язань – дефолтом, або очікуваннями девальвації грошової одиниці, яка необхідна для збільшення чистого надходження іноземної валюти. Навіть якщо вдасться уникнути дефолту чи реструктуризації зовнішнього боргу державного сектору або девальвації, підвищення відсоткової ставки може бути необхідним для збільшення внутрішніх заощаджень як засобу генерації коштів для обслуговування зовнішнього боргу. Згідно з декомпозицією залишків, вплив інвестицій і споживання на відсоткову ставку практично не відрізняється. Разом обидва показники визначають понад половину змін відсоткової ставки на довгострокову перспективу.

Приватне споживання та інвестиції різноспрямовано впливають на відсоткову ставку, що створює певні труднощі для теоретичної інтерпретації. Проблем немає у другому випадку, адже збільшення інвестицій веде до підвищення відсоткової ставки, що відповідає стандартному трактуванню інвестиційного процесу як чинника підвищення попиту на кредитні ресурси. У принципі, подібною залежністю мало характеризуватися приватне споживання як компонент сукупного попиту (чим вищими стають споживчі видатки, тим більшим є сукупний попит, що має підвищити рівноважне значення відсоткової ставки), однак насправді спостерігається цілком протилежне. Одним із пояснень може бути те, що приватне споживання відбиває наслідки збільшення доходу після оподаткування, а це зменшує потребу в споживчому кредитуванні, що й стає чинником зниження відсоткової ставки.

Цілком передбачувано приватні інвестиції та споживання зменшуються в разі підвищення відсоткової ставки (початковий негативний ефект зберігається в часі), хоча цей вплив є незначним згідно з декомпозицією залишків. Інвестиції та споживання практично не залежать одне від одного, якщо не брати до уваги оберненої залежності між обома показниками відразу після виникнення відповідних макроекономічних шоків. Декомпозиція залишків підтверджує, що приватне споживання не впливає на інвестиції.

Частка інвестицій у змінах приватного споживання дещо вища, але однаково незначна (цей показник поступово зменшується від 16 % до 5 %).

Отримані результати загалом не дивують, адже в структурі економіки України переважають сировинні галузі, які лише опосередковано пов'язані з внутрішнім ринком. Так само приватне споживання не створює сприятливих довгострокових імпульсів для інвестиційного процесу, а зростаючий попит домашніх господарств знаходить відображення у зростаючому попиті на імпорт. При цьому державний сектор стає своєрідним «передатковим» механізмом, коли оподаткування сировинного експортного сектору дозволяє перерозподіл доходу в межах національної економіки.

Отримані результати переконують, що необхідним елементом політики зменшення державного зовнішнього боргу має стати збільшення інвестицій. Це створює серйозний виклик для економічної політики, тим паче з врахуванням очевидної стагнації інвестиційного процесу (рис. 2.7). Хоча зменшення інвестицій може розглядатися чинником поліпшення сальдо поточного рахунку, такий вислід загрожує неприємним побічним ефектом у вигляді збереження високого рівня державного зовнішнього боргу. Для збільшення інвестицій доречно використати звичні засоби лібералізації економічного середовища, але потрібно врахувати необхідність переорієнтації інвестиційної діяльності на внутрішній ринок. Об'єктивно цьому сприяє глибока девальвація гривні, попри підвищення вартості зовнішніх запозичень (у національній грошовій одиниці). Іншою сприятливою структурною рисою є брак відчутної залежності інвестицій від вартості кредитних ресурсів, що дозволяє повноцінне використання відсоткової ставки для цілей антиінфляційної політики.

## 2.2. Стабілізаційна політика за умови значних державних зовнішніх запозичень

Як зауважено Ф. Балассоне, Д. Франко і С. Зоттері [115, с. 27], механізми впливу та обмеження щодо використання державного боргу – внутрішнього і зовнішнього – упродовж тривалого часу становлять головний елемент дискусії щодо ефективності фіскальної політики, передусім в аспектах перерозподілу видатків на різноманітні цілі (інвестиційні та споживчі), а також проведення стабілізаційної політики. Можна припустити, що умови для проведення стабілізаційної політики істотно відрізняються залежно від кількох структурних характеристик: доларизація, залежність сукупної пропозиції від фінансових обмежень і цінових співвідношень у зовнішній торгівлі.

Засадничі міркування щодо механізмів макроекономічного впливу зовнішніх запозичень державного сектору за умови доларизації економіки та залежності сукупного попиту і сукупної пропозиції від обмінного курсу достатньо інформативно ілюструє розширена модель IS-LM-BP<sup>54</sup> (у логарифмах):

$$y_t = s_1(m_t - p_t) - s_2(e_t + p_t^* - p_t) + u_t, \quad (2.3)$$

$$y_t = a_1(y_t - \tau_t) + a_2(w_t - p_t) - a_3(debt_t + e_t) - a_4r_t + a_6q_t - a_7y_t + a_8y_t^* + \varepsilon_t, \quad (2.4)$$

$$w_t = (e_t + f_t) + m_t + b_t, \quad (2.5)$$

$$f_t = d_0 + d_1debt_t, \quad (2.6)$$

$$q_t = e_t + p_t^* - p_t, \quad (2.7)$$

$$[\phi m_t + (1 - \phi)e_t f_t] - p_t = c_1 y_t - c_2(r_t^* + E_t e_{t+1} - e_t), \quad (2.8)$$

$$a_6 q_t - a_7 y_t + a_8 y_t^* + k(r_t - r_t^*) = 0,$$

де  $y_t$  – дохід;  $m_t$  – пропозиція грошової маси;  $g_t$  – дефіцит бюджету;  $e_t$  і  $q_t$  – номінальний і реальний обмінні курси;  $u_t$  і  $\varepsilon_t$  – макроекономічні шоки сукупної пропозиції і сукупного попиту;  $w_t$  – сумарні активи приватного

<sup>54</sup> Розроблено автором на основі синтезу модельного інструментарію з кількох праць [79, с. 412; 80, с. 187].

сектору;  $f_t$  – валютні активи у володінні приватного сектору;  $debt_t$  – величина зовнішнього боргу державного сектору (в іноземній грошовій одиниці);  $b_t$  – урядові облігації.

Сукупну пропозицію  $y_t$  збільшують реальна грошова маса ( $m_t - p_t$ ) і підвищення реального обмінного курсу (рівняння (2.3)). Перший чинник відбиває залежність від обмежень грошового ринку, коли приватні фірми не мають можливостей залучення коштів на фінансовому ринку. Підвищення рівня цін (інфляція) обмежує обсяги реальної грошової маси і таким чином перешкоджає збільшенню обсягів виробництва. Залежність від реального обмінного курсу відбиває вплив імпортних компонентів у виробничому процесі. Девальвація грошової одиниці та/або підвищення світових цін перешкоджають збільшенню обсягів виробництва, тоді як вищі внутрішні ціни мають протилежний вплив. Реальний обмінний курс  $q_t$  визначено на основі паритету купівельної спроможності (ПКС), тобто з врахуванням різниці у рівнях цін (рівняння (2.7)). Додатково на обсяги виробництва впливають різноманітні макроекономічні шоки  $u_t$  (наприклад, це може бути зміна цін на енергоносії або іншу сировину).

Рівняння (2.4) показує пряму залежність сукупного попиту від реальної вартості грошових та інших активів ( $w_t - i_t$ ), включно з тією частиною зовнішнього боргу державного сектору, яка була використана для збільшення валютних активів приватного сектору, та обернену – від акумульованого зовнішнього боргу (з врахуванням обмінного курсу). Така структурна риса видається адекватною для моделювання функціональних залежностей української економіки, коли існує можливість часткового поповнення валютних активів приватного сектору за рахунок державних зовнішніх запозичень (рівняння (2.6)). До такого припущення схиляє виразна пропорційність між надходженнями від державних запозичень за кордоном і придбанням іноземної валюти фізичними особами в 2010–2014 рр. (рис. 2.9). Можна припустити, що значна частина отриманих надходжень була

переведена у валютну готівку. Наслідком може бути те, що зовнішні запозичення державного сектору додатково стимулювали сукупний попит – через ефект добробуту, а одночасно збільшили сукупну пропозицію грошової маси (рівняння (2.8)).

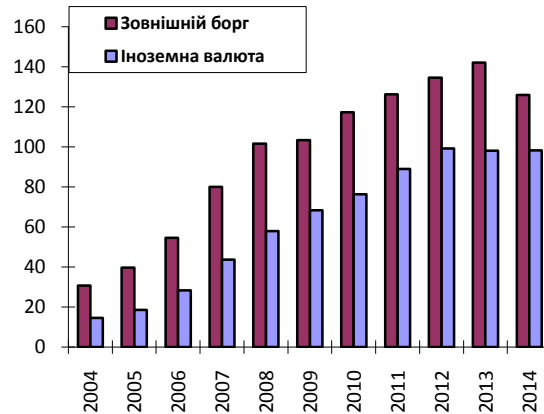


Рис. 2.9. Україна: зовнішній борг та обсяги іноземної валюти в обігу (млрд дол. США), 2004–2014 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [56]

За період 2005–2014 рр. обсяги валютної готівки у нашій країні зросли майже вп'ятеро: з 18,5 до 98,2 млрд дол. США. При цьому кризові явища 2008–2009 рр. аж ніяк не перешкодили докризовій тенденції до збільшення в обігу іноземної валюти. Якщо за підсумком 2008 р. валютні активи резидентів української економіки становили 58 млрд дол. США, то на кінець 2009 р. цей показник зріс до 68,4 млрд дол. США, а через рік – до 76,4 млрд дол. США. Навіть кризові явища 2014 р. та зменшення обсягів зовнішнього боргу не позначилися істотним зменшенням запасів іноземної готівки в Україні. Станом на 1 січня 2015 р. резиденти української економіки володіли запасами валютної готівки вартістю 98,2 млрд дол. США. Ця сума є гігантською і практично дорівнює вартості вітчизняного ВВП. Зрозуміло, що така риса не може не впливати на умови проведення стабілізаційної політики.

Фактично загальний вплив акумуляції державного зовнішнього боргу на сукупний попит залежить від порівняльної сили трьох ефектів: добробуту,

балансового та грошового. По-перше, використання державних зовнішніх запозичень для поповнення валютних активів приватного сектору сприяє збільшенню споживання та (не виключено) інвестицій. Зрозуміло, що в такому разі можливості продуктивного використання державних зовнішніх запозичень для розвитку інфраструктури чи реформування житлово-комунальної сфери стають обмеженими, хоча відповідний імпульс у приватному споживанні може бути досить значним. У цьому немає особливої загрози, якщо видатки приватного сектору припадають переважно на товари внутрішнього виробництва. У такому разі виникають стимули для збільшення обсягів виробництва та супутніх податкових надходжень. Розширення виробничої бази створює передумови для майбутнього обслуговування зовнішніх запозичень державного сектору. Ще краще, якщо внаслідок економії від масштабу виробництва підвищується конкурентоспроможність національних виробників на зовнішніх ринках. Це створює додаткові джерела валютних надходжень і значно знижує ймовірність боргової кризи.

По-друге, акумуляція державного зовнішнього боргу має обмежувати попит на ринку товарів і послуг (балансовий ефект), адже це лише передбачає трансфер коштів за кордон внаслідок обслуговування отриманих запозичень, але й підвищує ймовірність майбутнього підвищення податків та/або виникнення повноцінної боргової кризи, яка зазвичай супроводжується прискоренням інфляції та девальвацією грошової одиниці. Зрозуміло, що обидва наслідки – інфляція та девальвація – нівелюють початковий стимулюючий вплив.

Прикладом подібного використання державних зовнішніх запозичень може слугувати використання позичених за кордоном коштів для проведення Чемпіонату Європи з футболу у 2012 р. Спочатку це мало певний стимулюючий ефект в 2010–2011 рр., який допомагав у подоланні наслідків економічного спаду в кризових 2008–2009 рр. і міг розглядатися одним із

засобів прискорення динаміки економічного зростання, адже йшлося про значні інвестиції в модернізацію транспортної та іншої інфраструктури. Однак насправді було закладено всі передумови для майбутньої потрійної кризи 2014–2015 рр.: боргової, валютної та банківської. Оскільки є підстави припустити, що значна частина позичених за кордоном коштів була переведена у готівку та поповнила валютні активи приватного сектору за допомогою численних корупційних схем, це лише погіршило можливості обслуговування державного зовнішнього боргу та ускладнило проведення стабілізаційної політики.

По-третє, потрібно врахувати, що збільшення іноземної готівки в обігу (рівняння (2.8)) об'єктивно ускладнює управління грошовою масою центральним банком за допомогою стандартного інструментарію (ставка рефінансування, резервні вимоги, операції відкритого ринку). Якщо виникає потреба в обмеженні пропозиції грошової маси, наприклад для гальмування інфляції, це передбачає перебільшену амплітуду таких заходів, оскільки ділова активність обслуговується іноземною валютою. Наслідком може стати екстремально високий рівень відсоткової ставки, що лише перешкоджатиме відновленню обсягів виробництва та подоланню кризових явищ.

Загалом доларизація економіки в обох аспектах – наявність активів, деномінованих в іноземній валюті у володінні домашніх господарств (ефект добробуту), і використання іноземної валюти для обслуговування грошового обігу – істотно ускладнює характер макроекономічного впливу девальвації грошової одиниці, зокрема у контексті поліпшення сальдо експорту-імпорту товарів і послуг. Девальвація грошової одиниці підсилює негативний балансовий ефект, але це може нейтралізуватися ефектом добробуту та збільшенням сукупної пропозиції грошової маси (з урахуванням активів в іноземній валюті). На перший погляд, така залежність підтримує належний рівень сукупного попиту, однак потрібно врахувати два серйозних побічних ефекти. Один з них стосується збільшення пропозиції грошової маси за



рахунок зростаючої вартості активів в іноземній валюті, що може мати тривалий інфляційний вплив. За таких умов важко досягти бажаного поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі, а це лише погіршить перспективу обслуговування державного зовнішнього боргу.

Інший небажаний механізм полягає у тому, що активи в іноземній валюті можуть використовуватися для підтримання на високому рівні попиту на імпорт. За таких умов навіть доволі значна девальвація грошової одиниці може не позначитися поліпшенням сальдо поточного рахунку, а це сприйматиметься ознакою перебільшених труднощів у реальному секторі. Відповідно, зростатиме премія за ризик, що додатково підвищить вартість кредитних ресурсів і перешкоджатиме відновленню надходжень іноземного капіталу навіть попри значну різницю відсоткових ставок на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках.

Загалом балансовий ефект істотно підвищує ймовірність рестрикційного ефекту від девальвації грошової одиниці. Як зауважено вище, це нівелюватиме стимулюючий вплив від поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі (за умови порівняно слабкого зв'язку між обмінним курсом та інфляцією) та ефекту добробуту. Ще одним механізмом може стати зумовленість сукупної пропозиції обмінним курсом (рівняння (2.3)), яка характеризує залежність виробничого сектору від імпортних компонентів: сировини, енергоносіїв, напівфабрикатів і обладнання, сучасних технологій. У такому разі механізм девальвації грошової одиниці, який ініційовано борговою кризою, може стати чинником глибокої стагнації виробництва, що не сприятиме швидкому подоланню кризових явищ.

У ширшому розумінні ефект добробуту може враховувати інші активи, ніж грошова маса чи урядові облігації, наприклад, вартість нерухомості та акцій фондового ринку (рівняння (2.5)). Неважко помітити, що девальвація грошової одиниці різнопланово впливає на реальну вартість активів приватного сектору. З одного боку, знецінення грошової одиниці підвищує

номінальну вартість активів в іноземній валюті (така ситуація притаманна доларизованій економіці), а з другого – обмежує реальну вартість активів через підвищення загального рівня цін. Зрозуміло, що чим сильнішою є залежність загального рівня цін від обмінного курсу та світових цін (невисоке значення  $\gamma$ ), тим вищою стає ймовірність рестрикційного ефекту. На підвищення вартості активів можна розраховувати на випадок високої залежності від внутрішніх цін і переважання валютного компонента у портфелі активів.

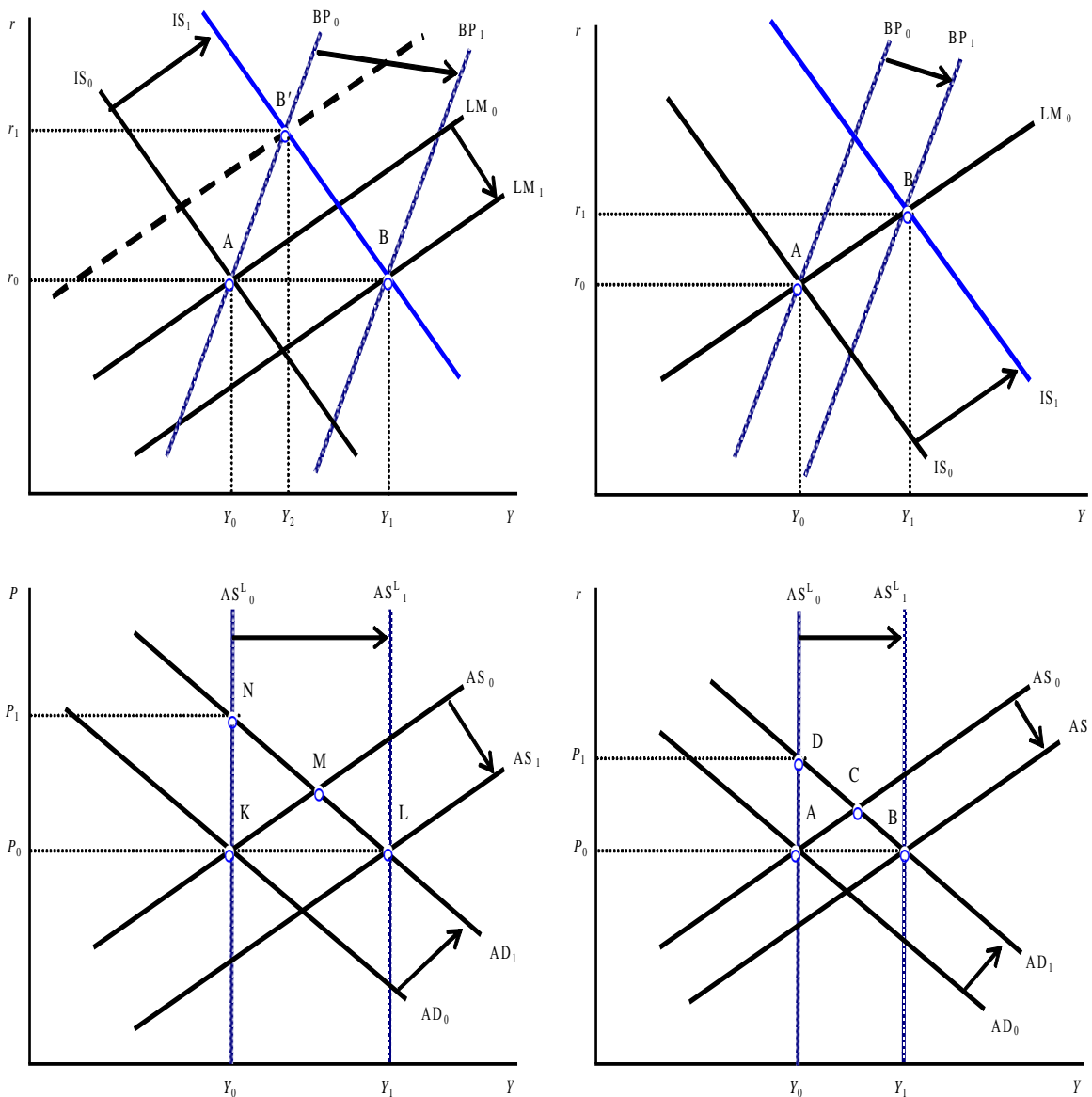
З компонентів сальдо поточного рахунку збільшенню сукупного попиту сприяють зниження реального обмінного курсу та збільшення доходу країн-торговельних партнерів за кордоном, тоді як протилежний вплив має підвищений попит на імпорт внаслідок збільшення доходу.

У рівнянні (2.8) визначено рівновагу грошового ринку. Пропозицію грошової маси визначено з врахуванням рівня цін, її складають два компоненти: внутрішній (у національній грошовій одиниці) та валютний. Зрозуміло, що девальвація грошової одиниці збільшує обсяг валютного компонента. Попит на гроші зростає, коли збільшується дохід, і зменшується, коли підвищується номінальна відсоткова ставка. Таким чином, очікування девальвації грошової одиниці зменшують попит на гроші.

У рівнянні (2.9) визначено рівновагу платіжного балансу. Приймається, що сальдо поточного рахунку врівноважується припливом капіталу, який залежить від різниці між внутрішньою та зовнішньою (світовою) відсотковою ставкою (з урахуванням інвестиційного ризику). Вищий ризик зумовлює обмеження припливу капіталу. Очікування девальвації сприяють залученню іноземного капіталу, тим паче у випадку незначного інфляційного «переносу» від обмінного курсу (високе значення  $\gamma$ ).

Нижче проаналізовано наслідки державних зовнішніх запозичень для двох випадків – фіксованого і плаваючого обмінного курсу (рис. 2.10). Відповідно до характеристик української економіки, мобільність капіталу

приймається обмеженою (це передбачає вищий нахил лінії платіжного балансу BP, порівняно з нахилом лінії рівноваги грошового ринку LM).



а) фіксований обмінний курс;

б) плаваючий обмінний курс;

Рис. 2.10. Акумуляція державного боргу для випадку обмеженої мобільності капіталу

Джерело: складено автором

Приймаючи початковий рівноважний стан на рівні доходу  $Y_0$  і відсоткової ставки  $r_0$  (т. А), державні зовнішні запозичення однозначно збільшують сукупний попит ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) і поліпшують платіжний баланс ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ). Оскільки виникає додатне сальдо платіжного балансу, його

монетизація за умов фіксованого обмінного курсу призводить до збільшення пропозиції грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ). У підсумку відбувається збільшення доходу з  $Y_0$  до  $Y_1$ .

Для кращої наочності амплітуду змін сукупного попиту і платіжного балансу вибрано такою, що відсоткова ставка залишається без змін, однак за умови значних обсягів державних запозичень і високої мобільності капіталу можна отримати результуюче зниження відсоткової ставки. Це становить вагому перевагу зовнішніх запозичень, порівняно із внутрішніми запозиченнями. Якщо використовувати внутрішні запозичення, це підвищить відсоткову ставку до  $r_0$  й обмежить амплітуду збільшення доходу до  $Y_2$  (т. В'). Водночас мало б відбутися істотне зменшення пропозиції грошової маси, що в економіці з фінансовими обмеженнями реального сектору може мати додатковий негативний вплив.

Якщо врахувати ефекти сукупної пропозиції, багато залежить від характеру експансійного ефекту – тимчасового чи перманентного. Модель (2.3)–(2.9) враховує лише короточасні ефекти, які можуть виявитися тимчасовими. Збільшення грошової маси створює підстави для збільшення сукупної пропозиції ( $AS_0 \rightarrow AS_1$ ), що підсилює експансійний ефект від стимулювання сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ). Рівень цін не змінюється (т. L). Якби не збільшення сукупної пропозиції, супутнє підвищення цін могло б значно послабити експансійний ефект від державних зовнішніх запозичень (т. M). Проте в довгостроковому періоді збільшення доходу може не бути, адже наслідки початкового експансійного ефекту повністю нейтралізуються підвищенням рівня цін до  $P_1$  (т. N). У такому разі єдиним наслідком державних запозичень стане підвищення рівня цін. Зрозуміло, що це позначиться подорожчанням кредитних ресурсів на внутрішньому ринку.

Для отримання надійного довгострокового ефекту стає необхідним експансійне збільшення рівня довгострокового природного доходу ( $AS_0^L \rightarrow AS_1^L$ ), що передбачає, як це показано у підрозділі 2.1, використання

державних запозичень переважно на інвестиційні цілі та розвиток людського капіталу. За такої умови збільшення сукупного попиту стає самодостатнім на довготермінову перспективу.

Для плаваючого обмінного курсу немає можливостей зниження відсоткової ставки, оскільки бракує збільшення пропозиції грошової маси як одного з чинників виробничої функції, а профіцит платіжного балансу призводить до зміцнення грошової одиниці, яке обмежує сукупний попит і нівелює амплітуду початкового поліпшення сальдо платіжного балансу після здійснення зовнішніх запозичень державного сектору (рис. 2.7). За умов плаваючого обмінного курсу збільшення сукупної пропозиції відбувається за рахунок зміцнення грошової одиниці. Усе виглядає на те, що для «плавання» грошової одиниці амплітуда збільшення доходу стає меншою, адже сукупний попит витісняється зміцненням грошової одиниці. Також потрібно зазначити, що у доларизованій економіці відбувається зменшення пропозиції грошової маси за рахунок валютного компонента.

Результати теоретичного аналізу щодо наслідків зовнішніх запозичень державного сектору виглядають дуже обнадійливими, однак потрібно врахувати низку обмежень, які залишаються поза увагою в моделях на зразок (2.3)–(2.9). Крім довгострокових наслідків державного боргу, негативний вплив можуть мати: а) брак вільних потужностей, що не дозволить збільшити дохід понад деяке рівноважне значення; б) присутність сильного зв'язку між девальвацією грошової одиниці та інфляцією; в) залежність сукупної пропозиції від цінового чинника. Кожен з перелічених факторів здатен суттєво послабити експансійний ефект чи навіть зумовити зниження доходу після збільшення дефіциту бюджету.

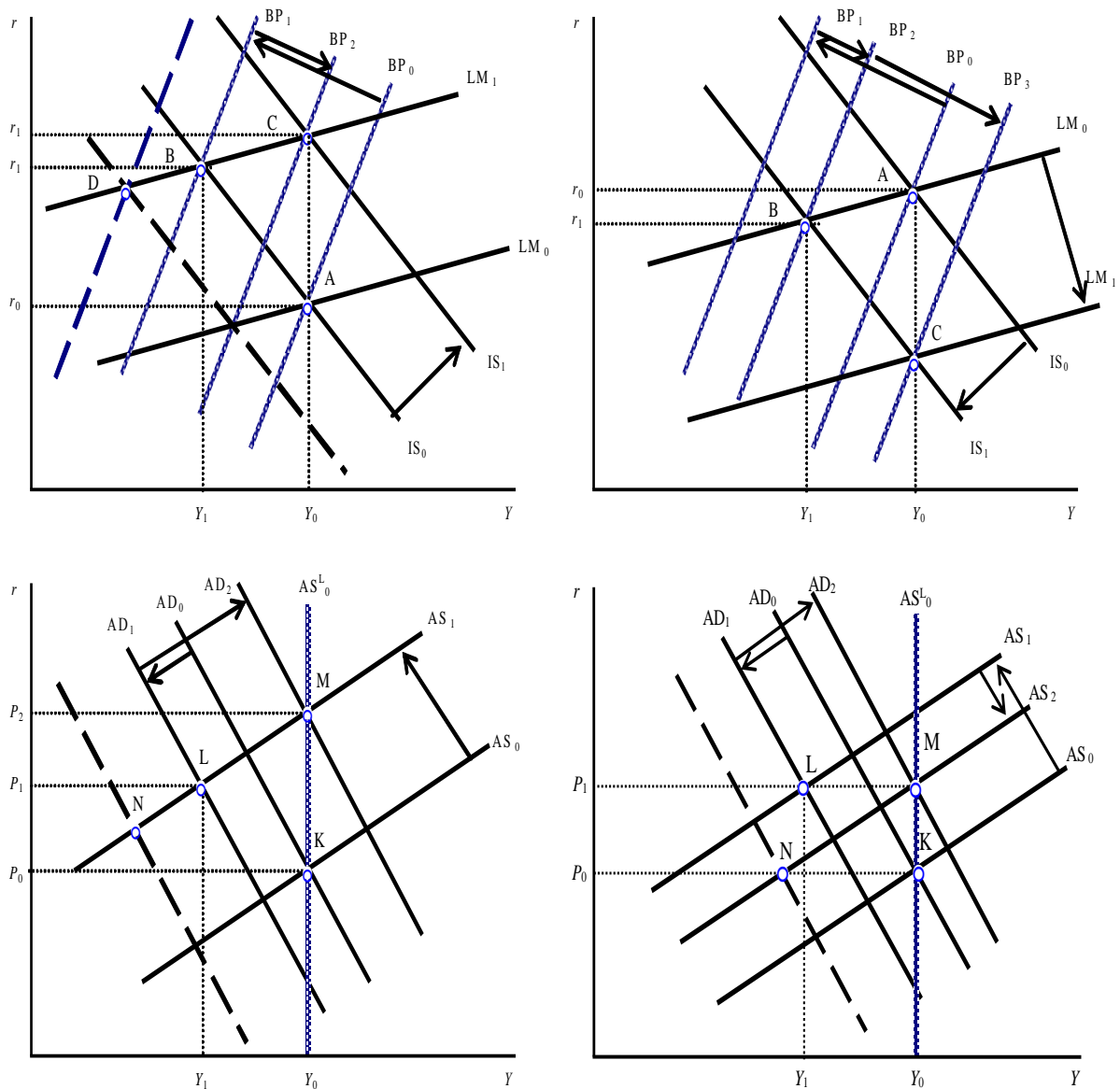
З погляду стабілізаційної функції предметну зацікавленість становить випадок обслуговування зовнішнього боргу за умов супутньої девальвації грошової одиниці в економіці зі сильним балансовим ефектом. Якщо дещо спрощено прийняти нейтральність боргового шоку щодо попиту на ринку

товарів і послуг (незмінність лінії  $IS_0$ ), вплив капіталу ( $BP_0 \rightarrow BP_1$ ) призводить до зменшення пропозиції грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ), підвищення відсоткової ставки і втрат доходу (т. В).

Девальвація грошової одиниці як засіб відновлення початкового природного рівня доходу виглядає досить привабливо (рис. 2.11а). Гіпотетично це дозволяє стимулювати попит на ринку товарів і послуг ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) і поліпшити платіжний баланс ( $BP_1 \rightarrow BP_2$ ). У новому стані рівноваги (т. С) дохід повертається на рівень  $Y_0$ , але за рахунок підвищення відсоткової ставки до  $r_2$ . Проте такий вислід малоімовірний у доларизованій економіці з балансовим ефектом.

Навіть якщо ціновий ефект у зовнішній торгівлі є достатньо сильним, збільшенню попиту перешкоджатиме балансовий ефект та ефект добробуту. У першому випадку девальвація грошової одиниці збільшує вартість обслуговування зовнішнього боргу, а в другому – до зменшення попиту спричиняється обмеження пропозиції грошової маси. Рестрикційний ефект стає ще виразнішим, якщо девальвація супроводжується підвищенням рівня цін. З урахуванням локального зміцнення грошової одиниці, яке погіршує платіжний баланс (показано пунктирною лінією), зменшення попиту (теж пунктирна лінія) призводить до зменшення доходу нижче  $Y_1$ . Ймовірність такого перебігу подій додатково підвищується ефектами сукупної пропозиції.

Вплив капіталу внаслідок обслуговування державного зовнішнього боргу, що супроводжується втратою грошової маси, зумовлює зменшення сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ). В економіці з фінансовими обмеженнями можна розраховувати на зменшення сукупної пропозиції ( $AS_0 \rightarrow AS_1$ ), що забезпечує стагфляційний ефект: обсяги виробництва зменшуються до  $Y_1$ , а рівень цін зростає до  $P_1$  (т. L).



а) фіксований обмінний курс;

б) плаваючий обмінний курс;

Рис. 2.11. Обслуговування значного державного боргу для випадку обмеженої мобільності капіталу

Джерело: складено автором

Стабільна девальвація, тобто таке знецінення грошової одиниці, яке не впливає на реальний сектор, потенційно здатна відновити природний рівень доходу ( $AD_1 \rightarrow AD_2$ ), хоча в такому разі треба погодитися з підвищенням рівня цін до  $P_2$  (зрозуміло, що поліпшення сальдо експорту-імпорту може частково нівелювати цей ефект). Проте значний балансовий ефект, який надає девальвації грошової одиниці рестрикційного спрямування в сукупному

попиті, призводить до зменшення сукупного попиту (показано пунктирною лінією), а подальше скорочення сукупної пропозиції лише підсилює рестрикційний вплив (т. N).

Для повернення до рівноваги (т. K) необхідні заходи для збільшення сукупної пропозиції. Це можуть бути структурні заходи, підтримані лібералізацією економічного середовища. По-перше, йдеться про переорієнтацію урядових видатків зі споживання на інвестиції. Передусім це мають бути транспортні проекти, розвиток енергозберігаючих технологій і підтримка перспективних наукових досліджень, наприклад у сфері військово-промислового комплексу. З погляду акумуляції людського капіталу значний ефект може принести розвиток медичної сфери, але з прицілом на розширення сфери платних послуг і медичного страхування (це передбачає зменшення урядових видатків на зазначені цілі)<sup>55</sup>. По-друге, стимулюванню приватних інвестицій сприятимуть такі продумані лібералізаційні заходи, як спрощення податкового законодавства чи дерегуляція дозвільних процедур. По-третє, важливо, щоб держава відмовилася від невластивих їй функцій у сфері промислового і аграрного виробництва, а також освітніх та інших послуг. Загалом доцільно знизити рівень перерозподілу доходу через державний бюджет до 35 % проти нинішніх 45 % від ВВП (відповідні питання докладніше обговорено в останньому розділі 3).

За умов плаваючого обмінного курсу (рис. 2.11б) відбувається вплив капіталу у зв'язку з обслуговуванням державного зовнішнього боргу ( $BP_1 \rightarrow BP_2$ ), але одночасно зменшується попит на ринку товарів і послуг

<sup>55</sup> Для прикладу, для реалізації у 2016–2018 рр. Міжвідомча комісія з питань державних інвестиційних проектів відібрала такі проекти: реконструкція ДУ «Інститут отоларингології ім. проф. О. С. Коломійченка НАМН України», ДУ «Інститут нейрохірургії ім. акад. А. П. Ромоданова НАМН України», Національного інституту раку, Національної дитячої спеціалізованої лікарні «Охматдит», реконструкція автомобільних доріг у Львівській області, закриття сховищ ПЗРВ «ІІ черга ЧАЕС», консервація сховища № 29 ПЗРВ «Буряківка», реконструкція гідротехнічних споруд захисних масивів дніпровських водосховищ. Також пропонується реконструкція Маріїнського палацу і створення Культурно-мистецького та музейного комплексу «Мистецький арсенал».



( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ). У підсумку дохід зменшується до  $Y_1$ , що подібно до наслідків для фіксованого обмінного курсу, але важлива відмінність полягає у тому, що відсоткова ставка знижується ( $r_0 \rightarrow r_1$ ). Якщо знецінення грошової одиниці здатне поліпшити платіжний баланс понад початковий рівень ( $BP_2 \rightarrow BP_3$ ), а в поєднанні з ефектом добробуту забезпечує незмінність попиту і пропозиції на ринку товарів і послуг (це означає, що поліпшення сальдо експорту-імпорту та ефект добробуту врівноважують протилежний за спрямуванням балансовий ефект), збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) як інструмент стабілізаційної політики призводить до повернення на початковий рівень доходу.

Подібно до ситуації за умов фіксованого обмінного курсу, врахування сукупної пропозиції підвищує ймовірність рестрикційного ефекту. Оскільки грошова маса не змінюється, головним чинником зменшення обсягів виробництва стає девальвація грошової одиниці. Скорочення сукупної пропозиції ( $AS_0 \rightarrow AS_1$ ) у поєднанні зі зменшенням сукупного попиту ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ) призводить до стагфляції (т. L). На перший погляд, немає відмінностей з наслідками обслуговування зовнішнього боргу для фіксованого обмінного курсу. Проте такі відмінності з'являються для стабілізаційної політики.

В оптимістичному варіанті збільшення грошової маси збільшує обсяги виробництва ( $AS_1 \rightarrow AS_2$ ) і сукупного попиту ( $AD_1 \rightarrow AD_2$ ), що забезпечує повернення до природного рівня доходу  $Y_0$  на вищому рівні цін  $P_1$ . Песимістичний сценарій, коли балансовий ефект в сукупному попиті домінує, передбачає зменшення сукупного попиту (показано пунктирною лінією), що не дозволяє повернутися до стану рівноваги, навіть попри збільшення сукупної пропозиції.

Потрібно зазначити, що доларизація економіки може бути корисною як засіб збільшення пропозиції грошової маси на випадок девальвації грошової одиниці, але за умови, що інфляційний «перенос» обмінного курсу порівняно

слабкий. Оскільки відповідні емпіричні оцінки для України не надто високі<sup>56</sup>, можна сподіватися, що сумарний вплив ефектів добробуту та валютного компонента пропозиції грошової маси сприятимуть збільшенню сукупного попиту.

Для малої відкритої економіки на зразок України механізми скорочення сукупної пропозиції виглядають різноплановими. По-перше, це залежність від імпортих енергоносіїв. Економіка залишається енергоємною, тому будь-яке значне знецінення грошової одиниці веде до збільшення вартості виробництва та скорочення його обсягів. Подібно впливає залежність від імпортного обладнання та матеріалів. По-друге, видається актуальним «ефект Кавальйо», коли після підвищення відсоткової ставки зростає вартість обігових коштів, а це обмежує можливості для виробничої діяльності через зменшення реальної грошової маси (на додаток до підвищення цін). По-третє, немає можливостей для сприятливого інфляційного «сюрпризу» на ринку праці. Замість зниження реальної заробітної плати (на тлі її зростання у номінальному вимірі) та збільшення попиту на робочу силу, ймовірніше очікувати зменшення кількості охочих працювати (можливості для цього створює трудова міграція).

---

<sup>56</sup> В. Шевчук дійшов висновку, що знецінення номінального ефективного обмінного курсу на 10 % прискорює інфляцію на 3 % (квартальні дані) і 1,2 % (місячні дані) [78]. Порівняльний інфляційний ефект має монетарна політика: кожен відсоток збільшення пропозиції грошової маси призводить до прискорення інфляції на 1,1 % (квартальні дані) і 0,6 % (місячні дані) відповідно. Водночас раніші оцінки для квартальних даних докризового періоду за допомогою структурної моделі, що враховувала взаємний зв'язок грошової маси, інфляції, сальдо бюджету і відсоткової ставки, показували, що девальвація гривні на 10 % призводить до прискорення інфляції лише на 0,3 % [76]. З другого боку, кожні 10 % пропозиції грошової маси позначилися прискоренням інфляції на 1,7 %.

### **2.3. Моделювання макроекономічного впливу суверенних запозичень**

Наведені вище теоретичні міркування дозволяють опрацювати методику емпіричного тестування відповідних залежностей, а одночасно перевірити їх адекватність для конкретного українського випадку. Моделювання макроекономічних ефектів акумуляції суверенного боргу в Україні нами проведено за допомогою відповідної авторегресивної структурної моделі (SVAR-моделі), що має відразу кілька методологічних переваг. По-перше, полегшується ідентифікація функціональних зв'язків між залежними (ендогенними) змінними. Зазвичай це становить істотні труднощі для стандартних систем регресійних рівнянь. Наприклад, не акумуляція державного зовнішнього боргу може бути чинником динаміки економічного зростання, а навпаки – переконливі показники зростання ВВП можуть сприяти зовнішнім запозиченням державного сектору, зокрема на випадок істотного зниження премії за ризик. Одночасно моделі SVAR дозволяють врахування необхідних обмежень на взаємний вплив залежних змінних у поточному періоді, що враховують відповідні передбачення теоретичних моделей.

По-друге, моделі VAR/VEC дозволяють інтерпретацію еволюції в часі початкового шоку з боку однієї із залежних змінних за допомогою відповідних імпульсних функцій. Це дозволяє простежити не лише амплітуду, але й час тривання конкретного макроекономічного шоку, включно з можливістю асиметрії між коротко- і довгостроковими ефектами. Це важливо з погляду проведеного вище аналізу впливу зовнішніх запозичень на дохід. Дуже ймовірно, що короткочасний стимулюючий вплив змінюється на протилежний на віддалену перспективу.

По-третє, існує можливість отримання інформації про вагу кожної змінної у змінах інших ендогенних змінних за допомогою декомпозиції залишків відповідної VAR/VEC-моделі. Це важливо з погляду ідентифікації

вагомості впливу одного з чинників на інші залежні змінні. Не виключено, що імпульсна функція показує вагомість впливу одного чинника на інший, наприклад, державного зовнішнього боргу на динаміку ВВП, але ця залежність не має істотного практичного значення, оскільки вага зовнішнього боргу в декомпозиції залишків ВВП є невисокою (не більше 5–6 %).

Певні труднощі при використанні VAR/VEC моделей становить вибір часового лагу для включених ендогенних змінних, а також вибір конкретної специфікації моделі (врахування сталої, тренду тощо). Досить часто на характер зв'язку між залежними змінним впливає врахування таких незалежних змінних, як вартість кредитних ресурсів на світовому фінансовому ринку, умови торгівлі, цикл ділової активності в країнах-зовнішньоторговельних партнерах тощо.

Для емпіричного моделювання використовувалися квартальні дані української економіки за 1998–2013 рр. (рис. 2.12). Показник ВВП отримано з даних Держкомстату [21], обсяг державної зовнішньої заборгованості та сальдо поточного рахунку – з даних НБУ [56], а показники номінального (реального) обмінного курсу – з довідкового видання МВФ *International Financial Statistics* [257]. Виразно помітно, що в 2009–2013 рр. обсяг державного зовнішнього боргу зріс майже втричі. Частково це могло спричинитися до відновлення зростання ВВП, але рівня докризового 2008 р. так і не було досягнуто. Сальдо поточного рахунку поліпшилося в 2009–2010 рр., але надалі стрімко погіршилося – навіть нижче докризового рівня 2008 р. Слід звернути увагу, що погіршення сальдо поточного рахунку відбулося на тлі значного зниження номінального ефективного обмінного курсу – практично на третину впродовж 2008–2013 рр. Така особливість дозволяє припустити, що обмінний курс не відіграє істотного значення як чинник стимулювання експорту або обмеження імпорту. Це заперечує стандартний погляд на відповідну залежність згідно зі стандартними

припущеннями моделей відкритої економіки, але може бути аргументом на користь охарактеризованої вище складної рівноваги між трьома ефектами в сукупному попиті – ціновим, добробуту і балансовим, а також негативного впливу девальвації на виробничий сектор.

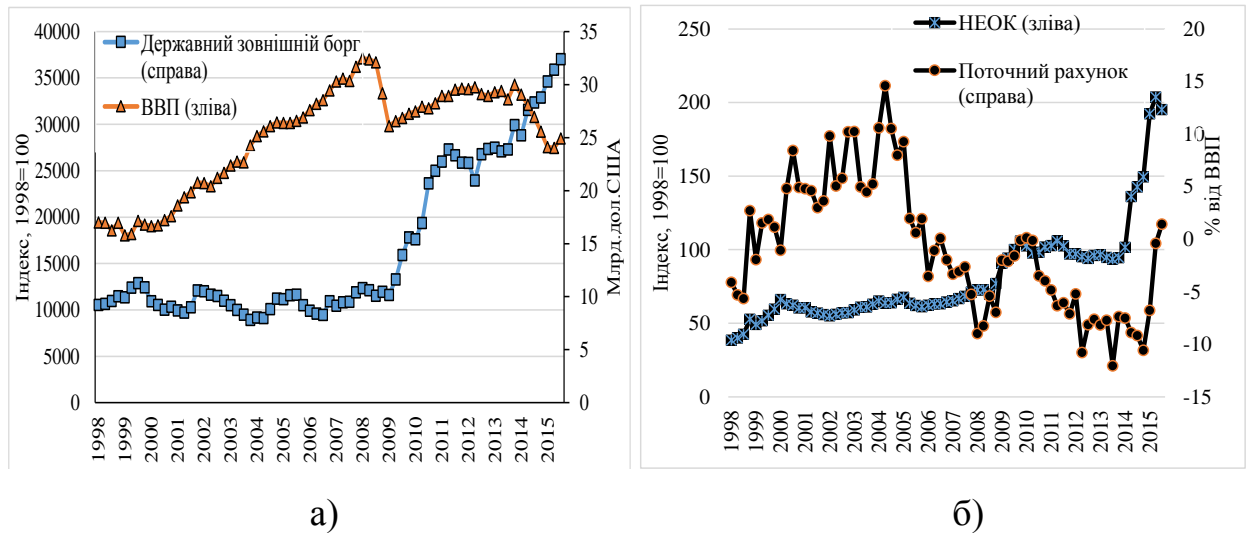


Рис. 2.12. Україна: вибрані макроекономічні індикатори, 1998–2015 рр.

Примітка: показники ВВП, НЕОК і поточного рахунку очищено від сезонності

Джерело: складено автором на основі даних [21; 56; 257]

Повертаючись до зроблених вище зауважень щодо акумуляції валютних активів у приватному секторі (рис. 2.2), частково їй сприяли зовнішні запозичення, але на прикладі 2014 р. виразно помітно, що зменшення вартості зовнішніх зобов'язань не призвело до пропорційного зменшення іноземної валюти в обігу. Очевидно, що залежність між зовнішніми запозиченнями державного сектору та валютними активами приватного сектору є асиметричною. Одним з пояснень може бути те, що обслуговування зовнішнього боргу здійснювалося за рахунок валютних резервів НБУ. Інше пояснення стосується поповнення запасів іноземної валюти за рахунок надходжень від осіб, що працюють за кордоном, які зазвичай збільшуються під час кризових ситуацій (для України відповідні залежності досліджувала Ю. Дем'янчук [19]).

Зважаючи на ефекти надмірної акумуляції державного боргу в Україні протягом 2008–2014 рр. (рис. 2.12а), доречний для такої ситуації світовий досвід демонструє, що скорочення загальної суми боргу через консолідацію, інфляцію чи дефолт неодноразово виявлялось економічно проблематичним та спричиняло негативні політичні наслідки. Особливо несприятливою стає ситуація, коли криза суверенного боргу спричиняє значну девальвацію обмінного курсу, якій передував період переоціненого обмінного курсу. З середини 2012 р. протидія девальвації гривні могла бути правильним рішенням для політиків лише за покращення таких фундаментальних економічних показників, як умови торгівлі або сальдо бюджету, однак цього не відбувалося. Оскільки політичні діячі натомість вибрали політику акумуляції державного зовнішнього боргу (рис. 12а), вона не вирівняла макроекономічні дисбаланси і призвела до важкої економічної кризи з початку 2014 р. Хоча не виключено, що протидія подібній кризі засобами стабілізаційної фіскальної і монетарної політики може або підсилити, або зруйнувати стабільність режиму обмінного курсу, не заперечується, що рівень державного боргу має критичне значення [131]. Інтуїтивно зрозуміло, що більше шансів для втримання стабільності обмінного курсу виникає при порівняно незначній зовнішній заборгованості державного сектору, але потрібно враховувати два нюанси. По-перше, багато залежить від характеру фіскальної дисципліни. Якщо скорочення дефіциту бюджету сприймається як перманентне явище і супроводжується збільшенням сукупного попиту (наприклад, внаслідок очікувань подальшого погіршення економічної ситуації), втримати стабільність обмінного курсу можна навіть при порівняно незначних валютних резервах. Зазвичай у таких випадках ситуацію додатково поліпшує зниження відсоткової ставки внаслідок зменшення премії за ризик.

Наприклад, в Україні вдалося зберегти стабільність обмінного курсу восени 2004 р. – навесні 2005 р., попри серйозне загострення політичної

ситуації, вплив капіталу та ажіотажний попит населення на іноземну валюту. Оперативне відновлення припливу капіталу, яке стало одним з наслідків контрастного поліпшення сальдо бюджету в I кв. 2005 р., навіть дозволило провести ревальвацію гривні на 5 % у квітні. З другого боку, треба визнати, що на той час державний зовнішній борг залишався порівняно незначним, а сальдо поточного рахунку було додатним (хоча і з тенденцією до стрімкого погіршення цього показника).

По-друге, багато залежить від здатності центрального банку проводити політику високої відсоткової ставки. Якщо такий крок сприймається тимчасовим, очікування інфляції не зникатимуть, а відповідне погіршення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі не дозволить поліпшити сальдо експорту-імпорту (зрозуміло, що за умови високої цінової еластичності обох показників). Зазвичай зниженню цін перешкоджають побоювання, що під тиском високого безробіття центральний банк відновить експансійну монетарну політику, а це передбачає як інфляцію, так і девальвацію грошової одиниці. За таких умов важко зберегти паритетний обмінний курс, навіть за умов порівняно невисокого державного зовнішнього боргу.

Макроекономічна ситуація тим більше погіршується, якщо з великим обсягом державного боргу призводить до значного погіршення поточного рахунку [142]. Таким висновком, який справдився не лише у країнах Латинської Америки зразка 1970–1980-х рр., але й у низці інших випадків (Мексика – 1993–1994 рр., Аргентина – 1997–2001 рр.), було знехтувано в 2010–2013 рр. Хоча зростання державного боргу мало на меті відновлення українського ВВП, це відбулося на фоні спадного тренду дефіциту поточного рахунку (рис. 2.12б). У 2012 р. дефіцит поточного рахунку перевищив передкризовий рівень – 9 % від ВВП, попри суттєву девальвацію номінального ефективного обмінного курсу (NEER) під час фінансової кризи 2008–2009 рр. За таких умов вимагалось перейти до радикального

поліпшення сальдо бюджету як засобу нецінового поліпшення сальдо поточного рахунку, але цього не було зроблено.

Візуально дані рис. 2.12 схилиють до припущення про прямий зв'язок між державним зовнішнім боргом і зростанням ВВП з можливим причинним зв'язком обох показників із сальдо поточного рахунку, але такі асоціації можуть бути хибними і вимагають належного емпіричного підтвердження. За умови акордних податків, необмежених горизонтів прийняття рішень у домашніх господарствах та ідеальної мобільності капіталу, структура і обсяг державного боргу втрачають зв'язок зі сальдо поточного рахунку, адже відома наперед поточна вартість майбутніх податкових платежів врівноважується заданою траєкторією урядових витрат [120].

Абстрагуючись від можливих переваг від дефолту за зовнішніми зобов'язаннями державного сектору (можливість уникнути надмірного зниження урядових видатків чи підвищення податків, можливість дочекатися більш сприятливої зовнішньоекономічної кон'юнктури, як це трапилося з Аргентиною в 2001–2005 рр., створення тиску на кредиторів для отримання кращих умов реструктуризації боргових зобов'язань), поточна вартість податків, які оплачують внутрішні резиденти, є незмінною відносно поточного бюджетного дефіциту. Хоча традиційним є результат, коли державний борг сприяє збільшенню обсягів виробництва (щонайменше у короткочасному періоді), у разі збільшення обсягів державного боргу понад деяке граничне значення це може призвести до підвищення відсоткової ставки і поглиблення дефіциту поточного рахунку [207].

Існують непоодинокі емпіричні свідчення, що експансійні ефекти акумуляції державного боргу втрачаються після перевищення співвідношенням «державний борг/ВВП» деякого граничного значення [124; 172; 336]. Проте таких ефектів не виявлено у багатьох емпіричних дослідженнях для країн з низьким і середнім рівнями доходу, незалежно від рівня державної заборгованості [189; 350]. Такий результат може



пояснюватися або відсутністю раціональності в дусі тотожності Рікардо, або підвищеною ефективністю видатків державного сектору, наприклад, на інфраструктурні проекти, що має вагомий вплив на довгострокове економічне зростання.

Макроекономічні ефекти акумуляції державного боргу залежать не лише від структури урядових видатків і способу збільшення бюджетного дефіциту – через зростання видатків чи скорочення податків, але й від міркувань політичної економії. Хоча серед економістів тривалий час переважала традиція обґрунтовувати рекомендації фіскальної політики на підставі припущення про так званого великодушного диктатора, який розумно та ефективно розпоряджається коштами задля отримання максимальної користі для суспільства, для економік на зразок української реалістичніше припустити можливість неефективного урядового управління, перебільшеного впливу виборчого циклу та особистих амбіцій, які не мають, але таки впливають на рішення стосовно державного боргу [375]. Також виборці не можуть контролювати політиків у багатьох випадках, що може бути наслідком таких причин: власної наївності, недостатньої поінформованості про засадничі принципи економічної політики, надмірної прихильності до регіональних чи вузькоетнічних інтересів, вразливості до дрібного підкупу тощо.

З іншого боку, акумуляція державного боргу позитивно корелює з доходом на душу населення і торговельною відкритістю [293], що значною мірою нівелює зазначені недоліки, але, на наш погляд, не вичерпує питання про ефективність акумуляції державного зовнішнього боргу. Збільшення доходу може бути або короточасним явищем, або наслідком глибоких структурних перетворень на зразок наслідків лібералізації зовнішньої торгівлі, які, проте, стають реаліями лише після виникнення серйозних кризових явищ. Фактично, може бути так, що акумуляція державного зовнішнього боргу лише тому стає чинником економічного зростання, що

створює боргову кризу такого масштабу, який не залишає інших варіантів, ніж лібералізація зовнішньої торгівлі, перерозподіл ресурсів на користь експортного сектору, лібералізація економічного середовища тощо.

Припускаючи реалістичність кількох несуперечливих з економічною теорією обмежень щодо поведінки ендогенних змінних, методологія SVAR виглядає належним вибором для інструменту статистичного моделювання. У найбільш загальному вигляді модель SVAR виглядає так:

$$A_0 X_t = A(L) X_{t-1} + B \varepsilon_t, \quad (2.10)$$

де  $X_t$  – вектор  $N \times 1$  ендогенних змінних;  $A(L)$  – дисперсійно-коваріаційна матриця;  $L$  – лаговий оператор; а  $\varepsilon_t$  – стохастичний вектор «білого шуму».

Скорочена форма моделі VAR має такий вигляд:

$$X_t = A_0^{-1} A(L) X_{t-1} + A_0^{-1} B \varepsilon_t = C(L) X_{t-1} + u_t, \quad (2.11)$$

де  $C(L)$  – матриця, яка репрезентує відношення між ендогенними змінними з лагом;  $u_t$  – вектор нормально розподілених шоків, які серіально (періодично) некорельовані, але можуть бути одночасно корельованими один з одним.

Макроекономічні шоки VAR у наведеному вигляді належать до структурних шоків таким чином:

$$A_0 u_t = B \varepsilon_t. \quad (2.12)$$

Така специфікація дозволяє встановлювати обмеження на певні функціональні залежності відповідно до логіки макроекономічної моделі, уникаючи певного спрощення під час використання ортогональної схеми послідовності макроекономічних шоків. Наприклад, для економіки з фіксованим обмінним курсом використання стандартної декомпозиції Чолескі передбачає таку послідовність макроекономічних шоків: обмінний курс  $\rightarrow$  сальдо поточного рахунку  $\rightarrow$  зовнішній борг  $\rightarrow$  ВВП. Це означає, що у поточному періоді обмінний курс приймається незалежним від решти ендогенних змінних (це реалістично для системи фіксованого обмінного

курсу, який в Україні де-факто підтримувався в 2000–2013 рр.). Надалі обмінний курс визначає сальдо поточного рахунку, що базується на одній із засадничих залежностей для відкритої економіки. Проте потреба фінансування сальдо поточного рахунку може бути однією з важливих причин для зовнішніх запозичень. Для України таке припущення виглядає досить реалістичним, адже значна частина урядових видатків припадає на оплату імпорتنих енергоносіїв. Відповідно погіршення сальдо поточного рахунку має матеріалізуватися у збільшенні обсягів державних зовнішніх запозичень. Надалі обмінний курс, сальдо поточного рахунку і обсяги запозичень державного сектору впливають на динаміку доходу (ВВП).

Недоліком такої специфікації можна вважати відсутність негайного зворотного зв'язку між доходом і сальдо поточного рахунку, що є стандартним елементом специфікації сальдо експорту-імпорту товарів і послуг (разом з обмінним курсом і доходом країн-торговельних партнерів). Якщо залежність імпорту від доходу є значною, це істотно модифікує характер макроекономічних залежностей. Зокрема, має істотно послабнути стимулюючий вплив інструментів збільшення сукупного попиту.

З урахуванням цього та інших міркувань на основі проведеного теоретичного аналізу специфікація цієї SVAR виглядає так (з точки зору шоків для поточного періоду):

$$e = u_1, \quad (2.13)$$

$$ca = a_1 e + a_2 y + u_2, \quad (2.14)$$

$$debt = b_1 ca + u_3, \quad (2.15)$$

$$y = c_1 e + c_2 ca + c_3 debt + u_4, \quad (2.16)$$

де  $e$  – номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК);  $ca$  – поточний рахунок;  $debt$  – державний зовнішній борг;  $y$  – дохід (ВВП).

Припускається, що НЕОК не залежить від поточних змін в інших ендогенних змінних (рівняння (2.13)). Така риса не суперечить політиці де-факто прикріплення обмінного курсу української валюти до долара США,

яку Національний банк України проводив з початку 2000 р., з кількома неоголошеними випадками зміни валютного паритету в 2005 та 2008 рр. З початку 2014 р. задекларовано перехід до плаваючого обмінного курсу гривні, але поки що бракує достатньої інформації для висновку, чи така новація в політиці обмінного курсу має перманентний характер. Зокрема, бракує часових інтервалів з тривалим зміцненням обмінного курсу (поки що в динаміці обмінного курсу переважає спадний тренд, що нагадує відому з минулих років політику локальної стабільності гривні та періодичних змін неформального курсового паритету).

Як звично, на баланс поточного рахунку впливають НЕОК і дохід (рівняння (2.14)). Стандартно модель IS-LM-BP (Манделла-Флемінга) передбачає, що поліпшення сальдо поточного рахунку очікується після девальвації обмінного курсу ( $a_1 > 0$ ), але такий висновок не виглядає настільки переконливо з врахуванням складної взаємодії кількох асиметричних ефектів у сукупному попиті: цінового, добробуту та балансового, а також ефектів сукупної пропозиції. Таким чином, вплив обмінного курсу на сальдо поточного рахунку є двозначним ( $a_1 \diamond 0$ ).

Опираючись на (позитивну) еластичність попиту за доходом на імпорт, можна стверджувати, що вищий дохід асоціюється з погіршенням поточного рахунку ( $a_2 < 0$ ). Однак так зване «правило 45°» передбачає, що поточний рахунок покращується завдяки вищій пропозиції товарів експорту, спричиненій супутнім зростанням доходу. Подібна залежність притаманна економіці зі залежною структурою, де сальдо поточного рахунку визначається балансом попиту і пропозиції товарів зовнішньої торгівлі. Таким чином, залежність сальдо поточного рахунку від доходу теж виглядає двозначною ( $a_2 \diamond 0$ ).

Очікується, що обсяги державного зовнішнього боргу зменшуються внаслідок покращення сальдо поточного рахунку (рівняння (2.15)), оскільки потреба в зовнішньому фінансуванні зменшується ( $b_1 < 0$ ). Протилежної

залежності можна очікувати для зовнішніх запозичень приватного сектору, адже поліпшення сальдо поточного рахунку становить один з чинників зниження премії за ризик та здешевлення зовнішніх запозичень.

Нарешті, припускається, що дохід є позитивною функцією поточного рахунку ( $c_2 > 0$ ) та державного зовнішнього боргу ( $c_3 > 0$ ) щонайменше в короткочасній перспективі. Вплив девальвації обмінного курсу може бути або експансійним ( $c_1 > 0$ ), як це передбачається у стандартній моделі IS-LM-VP, або рестрикційним ( $c_1 < 0$ ), беручи до уваги слабкість цінового ефекту, порівняно з рестрикційним балансовим ефектом і несприятливим впливом девальвації на сукупну пропозицію.

Наш емпіричний аналіз базується на квартальних даних з 1998 до 2013 рр. (рис. 2.12). Часові ряди даних поточного рахунку та ВВП очищені від сезонності методом Census X-11. Як незалежні змінні, використано показники світових цін на метал, які отримано з відповідної бази даних МВФ, і фіктивну змінну, що характеризує кризові періоди (в I кв. 1999 – I кв. 2000 рр., III–IV кв. 2004 р., III кв. 2008 – IV кв. 2009 р. ця змінна становить 1, в решті випадків – 0). Приймається, що кризові явища тривали впродовж 1999 р. і I кв. 2000 р., тобто розпочалися задовго до формальної девальвації гривні наприкінці року. Криза 2004 р. була порівняно короткотривалою. Остання в часі фінансова криза приймається такою, що завершилася до початку 2010 р.

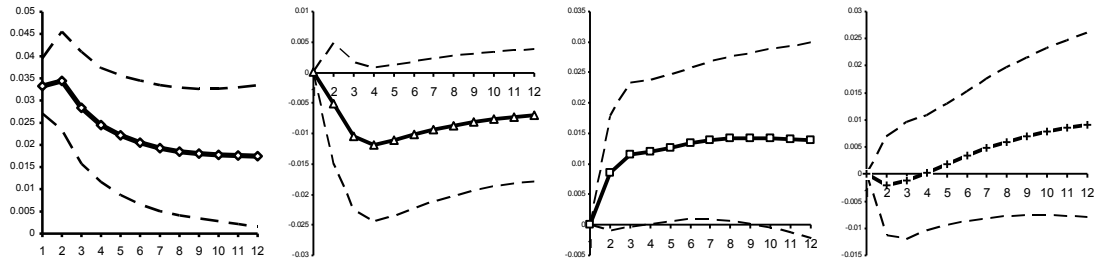
У SVAR-модель включено два квартальних лаги, як це виявлено критерієм Акаїке. Це означає, що вплив залежних змінних не відрізняється інерційністю і реалізовується упродовж доволі короткого періоду часу.

Отримані імпульсні функції зображено на рис. 2.13. Найперше простежується чіткий зв'язок між державним зовнішнім боргом і девальвацією обмінного курсу, який є стійким протягом тривалого часового горизонту (рис. 2.13а). Це означає, що акумуляція державних зовнішніх зобов'язань розглядається як переконливий індикатор девальвації грошової

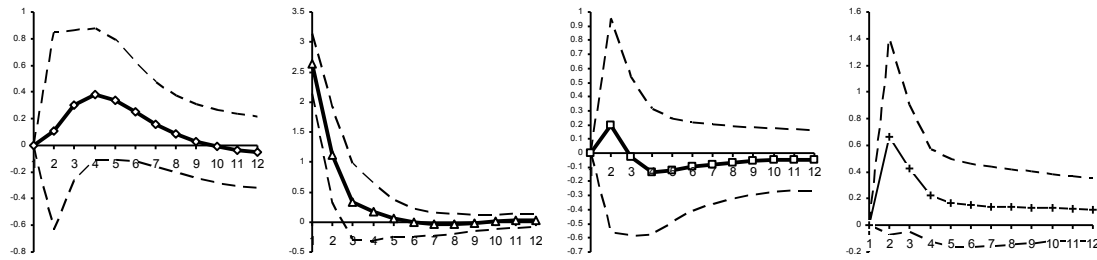
одиниці. Найпростіше пояснити таку залежність потребою поліпшення сальдо поточного рахунку як засобу отримання іноземної валюти задля обслуговування зовнішніх запозичень державного сектору. Не дивно, що поліпшення сальдо поточного рахунку асоціюється зі зміцненням обмінного курсу (максимальний вплив досягається через рік після відповідного шоку, а потім поступово нівелюється). При цьому обмінний курс виглядає нейтральним щодо обсягів виробництва, що заперечує логіку монетарної моделі обмінного курсу, хоча на довгострокову перспективу більше підстав передбачати знецінення грошової одиниці, ніж її зміцнення.

Девальвація обмінного курсу призводить до вирівнювання поточного рахунку, але не відразу; щобільше, сприятливий ефект втрачається через приблизно два роки (рис. 2.13б). Не виявлено підтвердження для гіпотези про залежність сальдо поточного рахунку від обсягів державного зовнішнього боргу на поточний рахунок; адже довірчий інтервал для відповідної імпульсної функції містить нуль. Такий результат дозволяє стверджувати, що зовнішні запозичення державного сектору не відповідальні за стрімке погіршення поточного дефіциту України, починаючи з 2010 р. Видається, що шоки, які впливають на обсяги виробництва, мають початковий позитивний ефект на поточний рахунок, забезпечуючи підтвердженням на користь гіпотези «правила 45°», щонайменше в короткочасному періоді. Порівнюючи з номінальним ефективним обмінним курсом, поточний рахунок не інерційний, його власні шоки повністю улагоджуються за два квартали і після цього залишку реакція (імпульс) залишається дуже близькою до нульової лінії.

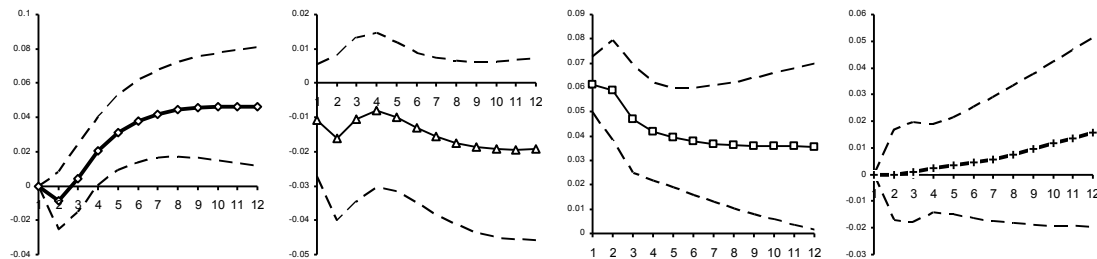
Вартість державного зовнішнього боргу зростає внаслідок девальвації обмінного курсу (рис. 2.13в). Ефект стає статистично значущим через три квартали і залишається дуже стійким протягом наступних періодів. Це передбачає прямий зв'язок між обмінним курсом і державним зовнішнім боргом, як це передбачає рівняння (2.13).



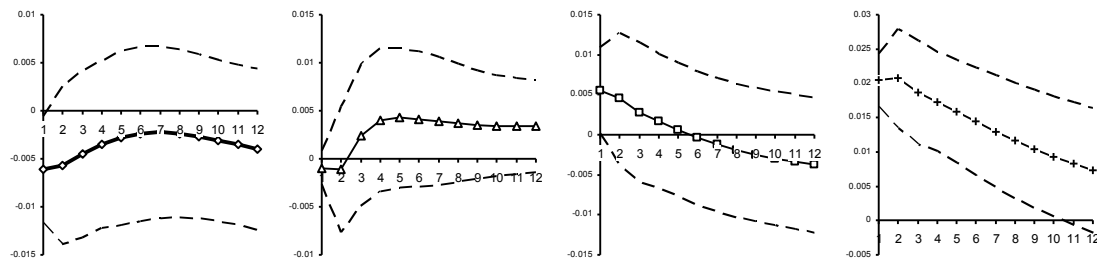
а) чинники номінального ефективного обмінного курсу;



б) чинники поточного рахунку;



в) чинники державного зовнішнього боргу;



г) чинники доходу (ВВП);

◆—НЕОК ▲—Поточний рахунок □—Зовнішній державний борг +—Дохід (ВВП)

Рис. 2.13. Імпульсні функції для ендогенних змінних

Примітка: верхня та нижня межі представляють довірчий інтервал з відхиленнями на рівні двох стандартних відхилень

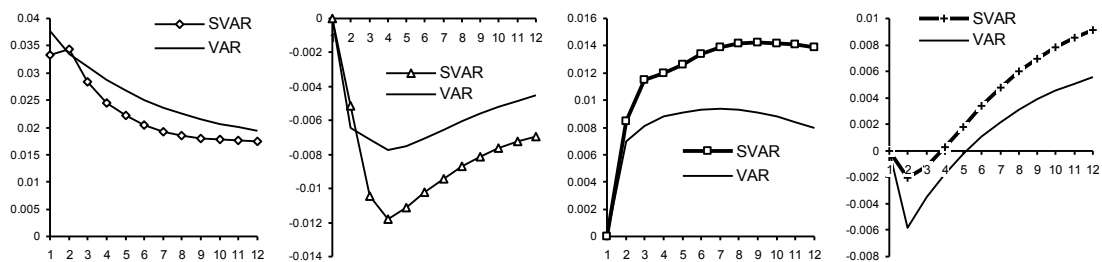
Джерело: складено автором

Виявлено слабе підтвердження для припущення, що поліпшення сальдо поточного рахунку призводить до скорочення державного зовнішнього боргу. Для України немає підстав вважати, що економічне зростання сприятиме зменшенню обсягів державного зовнішнього боргу.

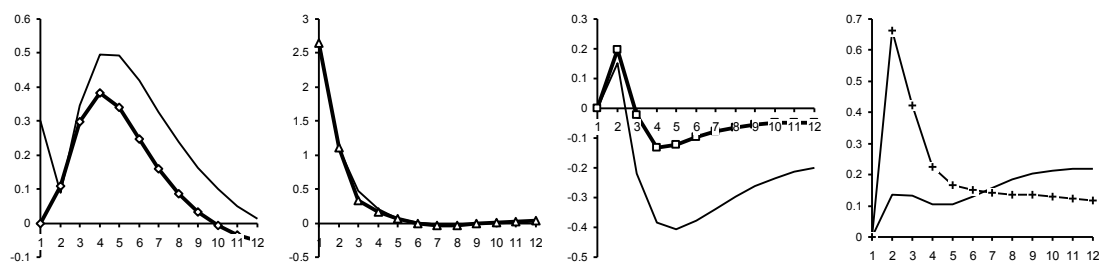
Підтверджено короткочасний рестрикційний ефект від девальвації обмінного курсу. Негативна реакція доходу (ВВП) на девальвацію є істотною лише упродовж кварталу, а потім поступово слабне, так що приблизно через рік дохід стає нейтральним щодо обмінного курсу. Обсяги виробництва стимулюються профіцитом поточного рахунку, так що простежується сприятлива взаємна причинність між цими двома макроекономічними індикаторами. Але якщо причинність «ВВП $\Rightarrow$ поточний рахунок» є радше короткочасною, то зворотна причинність «поточний рахунок $\Rightarrow$ ВВП» виглядає більш тривалою. Отримані результати дозволяють стверджувати, що значне погіршення поточного рахунку протягом 2011–2013 рр. здійснило серйозний рестрикційний тиск на український ВВП. Як переважно передбачається аргументами на користь запозичень державного сектору за кордоном, акумуляція державного зовнішнього боргу має короткочасний стимулюючий вплив (відповідна імпульсна функція виявляє вплив на статистично значущому рівні лише у поточному періоді).

Порівняння імпульсних функцій, отриманих за допомогою моделей VAR і SVAR, виявляє, що оцінки моделі SVAR демонструють сильнішу реакцію обмінного курсу на розвиток поточного рахунку та державного зовнішнього боргу (рис. 2.14). Також короткотривалий зміцнюючий ефект стає сильнішим. Пояснюючи одночасний зв'язок з доходом (рівняння (2.16)), стимулюючий ефект девальвації обмінного курсу на поточний рахунок стає слабшим. З врахуванням структурних обмежень простежується набагато сильніший зворотний зв'язок між державним зовнішнім боргом і поточним рахунком. Як очікувалося, ефект доходу, як це передбачає «правило 45°», стає набагато сильнішим у короткочасному періоді.

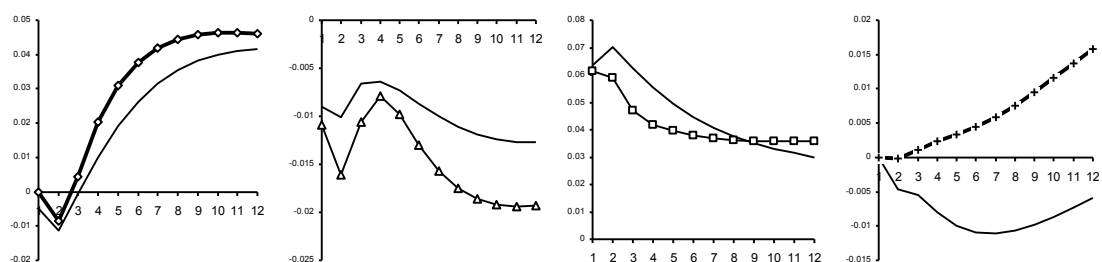




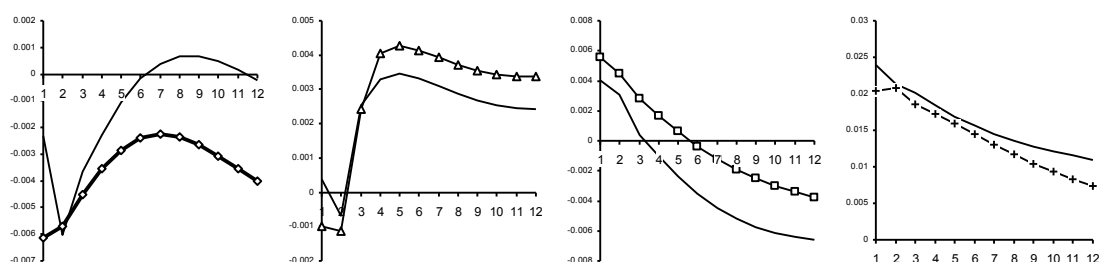
а) чинники номінального ефективного обмінного курсу;



б) чинники поточного рахунку;



в) чинники державного зовнішнього боргу;



г) чинники доходу (ВВП);

Рис. 2.14. Порівняння імпульсних функцій для оцінок SVAR і VAR

Джерело: складено автором

Вибір між моделями SVAR і VAR не має значення для визначення реакції державного зовнішнього боргу на обмінний курс і (меншою мірою) на поточний рахунок. Однак існують відмінності щодо реакції зовнішнього боргу державного сектору на дохід, хоча обом імпульсним реакціям бракує

статистичної значущості. Згідно зі SVAR-моделлю, існує більш поступове послаблення початкового рестрикційного впливу девальвації обмінного курсу на дохід. Також реакція доходу на поточний рахунок і державний зовнішній борг стає дещо сильнішою, якщо враховано структурні обмеження.

Табл. 2.4 описує декомпозицію залишків SVAR-моделі, що стосується шоків обмінного курсу, поточного рахунку, державного зовнішнього боргу і доходу. Помітно, що РЕОК залежить переважно від власних шоків, тоді як частка державного зовнішнього боргу не перевищує 10 %. РЕОК і державний зовнішній борг пояснюють від 2 % до 9 % та від 1 % до 10 % змін поточного рахунку, відповідно, а вплив доходу є радше незначним. Окрім власних шоків, обмінний курс виглядає важливим стимулюючим фактором державного зовнішнього боргу, що пояснює до 36 % змін. Обидва чинники – обмінного курсу і поточного рахунку – не мають істотного впливу на дохід. Частка державного боргу складає від 2 % до 10 %, що також не є вагомим показником.

Підсумовуючи, можна стверджувати, що РЕОК, поточний рахунок і дохід залежать переважно від власної динаміки. Як показує декомпозиція залишків, лише державний зовнішній борг істотно залежить від інших ендогенних змінних, а саме номінального обмінного курсу. Попри відповідний характер імпульсних функцій (рис. 2.13), немає підтвердження, що обмінний курс є вагомим чинником поточного рахунку або що той є важливим фактором акумуляції державного зовнішнього боргу. Результати також припускають, що початковий експансійний ефект державного зовнішнього боргу на дохід є вкрай важливим, але значення державного боргу зростає з часом на тлі зміни позитивного впливу на негативний. Наші результати є стійкими до змін у тривалості вибірки даних і вибору змінної доходу, коли замість ВВП використовується показник промислового виробництва.

Таблиця 2.4

## Декомпозиція залишків SVAR-моделі

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу				
		3	6	9	12	16
Номінальний ефективний обмінний курс ( $e$ )	<i>NEER</i>	93	90	87	86	84
	<i>CA</i>	2	4	4	4	4
	<i>DEBT</i>	3	6	7	8	9
	$Y$	1	1	1	2	3
Поточний рахунок ( $ca$ )	<i>NEER</i>	2	8	9	9	9
	<i>CA</i>	96	86	81	79	77
	<i>DEBT</i>	1	5	8	9	10
	$Y$	1	1	2	3	5
Державний зовнішній борг ( $debt$ )	<i>NEER</i>	0	7	18	27	36
	<i>CA</i>	2	2	2	3	4
	<i>DEBT</i>	97	90	77	67	59
	$Y$	0	2	2	2	2
Дохід ( $y$ )	<i>NEER</i>	3	2	2	2	2
	<i>CA</i>	0	1	1	2	2
	<i>DEBT</i>	2	2	4	7	10
	$Y$	95	95	93	90	86

Джерело: складено автором

Згідно з отриманими імпульсними функціями, державний зовнішній борг пов'язаний з короткотерміновим зменшенням доходу і девальвацією номінального обмінного курсу, але частка обох причинних зв'язків у декомпозиції залишків не перевищує 10 %. З іншого боку, існує сильний зв'язок між девальвацією обмінного курсу та акумуляцією державного зовнішнього боргу, що підтверджується як імпульсною функцією, так і декомпозицією залишків (зміни обмінного курсу пояснюють до 36 % змін державного зовнішнього боргу з часовим горизонтом 16 кварталів). Імпульсні функції вказують, що девальвація обмінного курсу – це чинник поліпшення сальдо поточного рахунку, що, своєю чергою, стає чинником зміцнення грошової одиниці (втім, взаємна причинність не виглядає

достатньо сильною згідно з декомпозицією залишків). Подібними є висновки щодо взаємного зв'язку між поточним рахунком і доходом. Хоча виявлено деякі аргументи на користь присутності «правила 45°» щодо прямої залежності сальдо поточного рахунку від доходу, а також стимулюючого впливу поточного рахунку на дохід, обидва причинно-наслідкові зв'язки характеризуються низькою вагою у декомпозиції залишків.

Хоча немає підстав пов'язувати стрімке погіршення сальдо поточного рахунку України протягом 2011–2013 рр. з акумуляцією державного зовнішнього боргу, такий розвиток подій створив належні передумови для значної девальвації обмінного курсу з початку 2014 р. З іншого боку, значне знецінення обмінного курсу не може бути інструментальним механізмом для відновлення макроекономічної рівноваги. Хоча «слабка» грошова одиниця має сприятливий вплив на сальдо поточного рахунку щонайменше в короткостроковому періоді, це супроводжується поглибленням проблеми державного зовнішнього боргу в довготривалій перспективі. Також девальвація обмінного курсу має короткочасний рестрикційний вплив на дохід.

## **Висновки до розділу 2**

На прикладі країн Латинської Америки виявилось, що доларизація економіки, яка відбиває слабкість фінансової структури, істотно підсилює вразливість до кризових явищ. Очікуваному безперешкодному обслуговуванню суверенного боргу перешкоджали відразу кілька механізмів: а) низька ефективність інвестиційного процесу; б) брак очікуваного зростання податкових надходжень в унісон зі збільшенням доходу; в) висока залежність попиту на імпорт від доходу; г) інфляційні наслідки від збільшення грошової маси внаслідок або монетизації припливу капіталу (для запобігання надмірному зміцненню грошової одиниці), або фінансування дефіциту бюджету; г) відсутність стимулюючого впливу девальвації

грошової одиниці внаслідок переважання рестрикційних механізмів сукупного попиту і пропозиції. Сучасна боргова ситуація більшості промислових країн структурно відрізняється. Кризові явища в США у 2008–2009 рр. стали наслідком низьких внутрішніх заощаджень і високої довіри до американської економіки, що зумовило значний приплив капіталу та зростання глобальних дисбалансів.

Емпіричні оцінки за допомогою методології VAR/VEC показують, що в Україні збільшення державного боргу мотивоване передусім підтриманням підвищеного рівня споживчих видатків, яке може мати на меті максимізацію електоральної підтримки, але за рахунок майбутніх економічних труднощів. Отримана обернена залежність державних зовнішніх запозичень від інвестицій може означати, що за умов високих інвестицій з'являються достатні податкові (або інші) надходження до бюджету, що зменшує потребу в запозиченнях державного сектору, тим паче за умов ймовірного в такій ситуації підвищеного попиту на кредитні ресурси на внутрішньому фінансовому ринку, що надає порівняльну перевагу дешевшим зовнішнім запозиченням.

Теоретичний аналіз за допомогою моделі IS-LM-BP із залежністю сукупного попиту і пропозиції від обмінного курсу виявляє, що в економіці з фіксованим обмінним курсом стимулюючий вплив зовнішніх запозичень державного сектору слабне на випадок сильного зв'язку між пропозицією грошової маси та рівнем цін. На довгострокову перспективу супутне підвищення відсоткової ставки лише погіршує перспективу економічного зростання. За умов плаваючого обмінного курсу амплітуда збільшення доходу стає меншою, адже сукупний попит нівелюється зміцненням грошової одиниці. Також потрібно зазначити, що у доларизованій економіці відбувається зменшення пропозиції грошової маси за рахунок валютного компонента.

В економіці зі сильним балансовим ефектом під час обслуговування зовнішнього боргу за умов супутньої девальвації грошової одиниці

збільшенню сукупного попиту перешкоджатиме як підвищення вартості зовнішніх зобов'язань приватного і державного секторів, так і ефект добробуту. Загалом врахування сукупної пропозиції підвищує ймовірність рестрикційного ефекту для обох систем обмінного курсу – фіксованого і плаваючого.

Доларизація економіки може бути корисною як засіб збільшення пропозиції грошової маси на випадок девальвації грошової одиниці, але за умови, що інфляційний «перенос» обмінного курсу порівняно слабкий. Оскільки відповідні емпіричні оцінки для України не надто високі, можна сподіватися, що сумарний вплив ефектів добробуту та валютного компонента пропозиції грошової маси сприятимуть збільшенню сукупного попиту.

Моделювання макроекономічного впливу державних зовнішніх запозичень за допомогою SVAR-моделі, яка передбачає залежність державного зовнішнього боргу від сальдо поточного рахунку, який перебуває у взаємному причинно-наслідковому зв'язку з доходом, показує, що акумуляція державного зовнішнього боргу призводить до знецінення грошової одиниці, тоді як протилежний вплив має поліпшення сальдо поточного рахунку (залежності обмінного курсу від доходу не виявлено). Сальдо поточного рахунку поліпшується внаслідок девальвації грошової одиниці та збільшення доходу (в обох випадках вплив на поточний рахунок є короткочасним), але не залежить від показника державного зовнішнього боргу. Збільшення державного зовнішнього боргу стає наслідком погіршення сальдо поточного рахунку та зниження обмінного курсу (із запізненням у рік). Девальвація грошової одиниці має короткочасний рестрикційний ефект, а збільшення державного зовнішнього боргу – так само короткочасний стимулюючий ефект, що відрізняє від поліпшення сальдо поточного рахунку, яке здійснює довгостроковий стимулюючий вплив.

Основні положення цього розділу опубліковано в [31; 34; 351; 40; 30].

### РОЗДІЛ 3

## МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ ПРІОРИТЕТИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ СУВЕРЕННИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

### 3.1. Політика обмеження надмірного державного боргу в доларизованій економіці

Як показано в розділі 1, акумуляція зовнішнього боргу в країні з низьким борговим навантаженням, а саме такими були реалії української економіки у 2005–2006 рр., вважається достатньо безпечною. Теоретично іноземні позики мають позитивний вплив на інвестиції та економічне зростання до певного граничного значення, при перевищенні якого виникає зворотний ефект [181]. Водночас у світовій практиці не раз виявлялося, що навіть порівняно невисокий зовнішній борг приватного сектору створює значні макроекономічні проблеми, включно з фінансовою та борговою кризою. Акумуляція зовнішньої заборгованості робить економіку вразливою до різноманітних макроекономічних шоків внутрішнього і зовнішнього походження. Так, поштовхом до азійської кризи 1997–1998 рр. стало рішення тайського уряду перейти до вільного «плавання» власної грошової одиниці – бата – у відповідь на «обвал» місцевого ринку нерухомості, який спровокував масштабний відплив капіталу. Водночас Південна Корея зазнала кризових явищ лише тому, що мала надмірний зовнішній борг, який стало важко рефінансувати на тлі фінансової кризи в інших країнах регіону: Таїланді, Індонезії та Малайзії.

Якщо в 1980–1990-х рр. головним поясненням низького порогу зовнішніх запозичень розглядалася історично обумовлена «боргова нетолерантність» [338], то останнім часом більше уваги отримали чинники високої волатильності макроекономічних показників, передусім внутрішнього виробництва та умов торгівлі [169], залежності від

короткострокових позик в іноземній валюті, ендогенності премії за ризик і «раптових зупинок» приватних потоків капіталу [252].

Прийнято вважати, що для своєчасного обслуговування зовнішньої заборгованості та забезпечення макроекономічної стабільності велике значення відіграють рівень боргу до золотовалютних резервів і загальна довіра до країни. Так, попри те, що сукупний борг Японії перевищив 245 %, а США – 103 % від ВВП станом на кінець 2014 р., боргові позиції обох країн важко назвати критичними, незважаючи на деякі побоювання окремих економістів. Такі прогнози вкрай важко робити для України, державний і гарантований державою борг якої станом на 30 листопада 2015 р. становив 65,15 млрд дол. США, з них 42,91 млрд дол. США – зовнішній. При цьому слабка політична воля та необхідність обслуговування зовнішнього боргу (на погашення відсотків за зовнішніми боргами Україна в 2015 р. мала витратити 11 млрд дол. США) унеможлиблюють покладання на золотовалютні резерви НБУ, які станом на 1 березня 2015 р. скоротилися до рекордного показника – 5,65 млрд дол. США, а до кінця року зросли лише до 13 млрд дол. США.

Схематично функціональні зв'язки боргової кризи в Україні проілюстровано на рис. 3.1. Зниження відсоткової ставки на споживчі кредити, надходження прямих іноземних інвестицій (ПІІ) та оптимістичні настрої щодо розвитку української економіки призвели до масового кредитування населення, передусім надання іпотечних позик. Водночас стрімке погіршення сальдо поточного рахунку та наступна девальвація гривні призвели до паніки на валютному ринку і масового вилучення банківських депозитів. Ситуацію погіршив масовий відтік капіталу, спричинений песимістичними очікуваннями інвесторів і поточними кризовими симптомами економіки. Не маючи інших альтернатив, уряд у надзвичайно складних умовах погіршення умов торгівлі та стагнації експортних ринків вдався до вимушеного порятунку банківської системи, що передбачало часткову націоналізацію проблемних банків за рахунок



залучення позикових коштів з-за кордону. При цьому надання значних коштів рефінансування НБУ для решти банків лише погіршило макроекономічну ситуацію через девальваційний тиск на гривню.

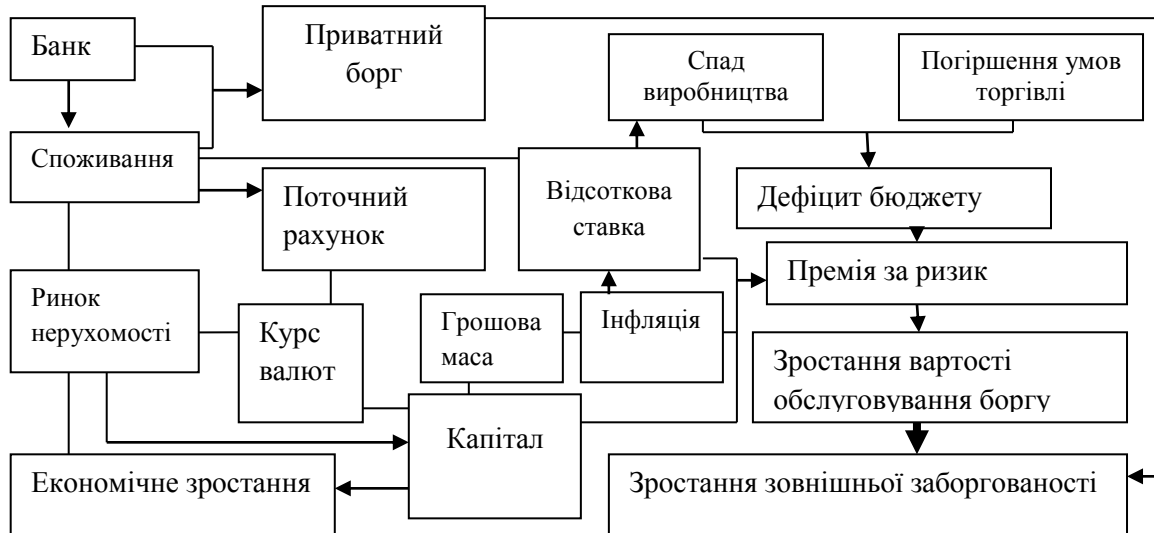


Рис. 3.1. Процес виникнення боргової кризи у доларизованій економіці

Джерело: складено автором

Загалом із середини минулої декади Україна повторила стандартний сценарій боргових криз<sup>57</sup>. По-перше, у 2006–2008 рр. стрімко зросла зовнішня заборгованість банківського і корпоративного секторів (рис. 3.2). Якщо у 2005 р. вітчизняні банки позичили за кордоном порівняно небагато – 3,5 млрд дол. США, то у 2006 р. цей показник зріс до 8 млрд дол. США, а в 2007 р. зовнішні запозичення подвоїлися ще раз – до 16,9 млрд дол. США. У першій половині 2008 р. банки за інерцією позичили ще 8,5 млрд дол. США, однак у наступному 2009 р. вже довелося віддавати 8,7 млрд дол. США. Далі зовнішня заборгованість банківського сектору лише знижувалася.

<sup>57</sup> На підставі вивчення низки боргових криз К. Рейнхарт і К. Рогофф зробили такі висновки: 1) зростання приватної (зовнішньої) заборгованості, спровоковане зростанням внутрішнього кредитування, передуює виникненню банківської кризи; 2) банківські кризи (передусім внутрішні, а також міжнародні) виникають перед або під час суверенних боргових криз; 3) приховані борги державного та приватного секторів суттєво підсилюють проблеми суверенної боргової кризи (повного дефолту або реструктуризації); 4) напередодні банківської/боргової кризи композиція боргу зміщується на користь короткострокової заборгованості; 5) після виникнення кризових явищ зазвичай відбувається націоналізація приватного боргу [336].

Відповідний процес для корпоративного сектору розпочався лише в 2014 р. Станом на кінець 2009 р. зовнішній борг українських приватних і державних підприємств становив 43,4 млрд дол. США, а за підсумком 2013 р. зріс до 76,6 млрд дол. США. Державний борг залишався порівняно незначним. Збільшення валютних позик для населення сприяло підвищенню доларизації економіки, що створило передумови для погіршення вихідних умов для стабілізаційної політики спочатку у 2008–2009 рр., а згодом у 2014–2015 рр.

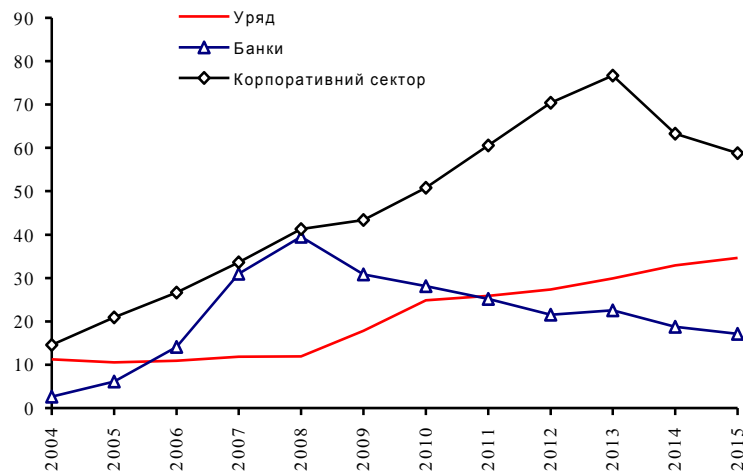


Рис. 3.2. Україна: зовнішні запозичення державного і приватного секторів (млрд дол. США), 2004–2015 рр.

Джерело: складено автором

Акумуляція приватного боргу відбувалася попри численні застереження щодо негативних наслідків такої політики для країн ЦСЄ. Наприклад, стверджувалося, що запозичення банківського сектору є надмірним, супроводжується інфляційним «перегрівом» економіки і погіршенням сальдо поточного рахунку, а це може призвести до раптового реверсу потоків капіталу та супутньої кризи платіжного балансу [297, с. 10]<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> На початку грудня 2007 р. експерти МВФ стверджували про «невиправдану залежність від зовнішнього фінансування та вразливості до несподіваних збоїв у ньому» [20]. Пропонувалося обмежити сукупний попит за рахунок поліпшення сальдо бюджету (передусім за рахунок скорочення податкових пільг) і сповільнення темпу споживчого кредитування, а також посилити вимоги до банківської системи та лібералізувати внутрішній ринок для надійного залучення іноземних інвестицій. До країн з підвищеним ризиком було зараховано Україну.

Наголошувалося на ризиках доларизації активів комерційних банків і промислових компаній, що може провокувати драматичну девальвацію грошової одиниці, передусім для порівняно закритих економік [161]. Дещо раніше називалися такі додаткові обтяжливі чинники, як висока заборгованість і короткочасний характер зовнішніх зобов'язань [338, с. 12]. Подібні побоювання висловлювалися в Україні [9, с. 4; 15; 17; 84]<sup>59</sup>, хоча на офіційному рівні переважно панували оптимістичні настрої [45; 74]<sup>60</sup>.

На наш погляд, українська ситуація практично ідеально ілюструє відомий висновок Нобелівського лауреата П. Кругмана, що клановий капіталізм (а разом з цим політика безумовних державних гарантій) і слабе банківське регулювання призводять до необдуманого банківської політики та небезпечної дислокації ресурсів [286].

По-друге, банківська криза 2008–2009 рр. призвела до заміщення приватного боргу суверенними запозиченнями. Якщо упродовж 2008–2014 рр. зовнішній борг банківського сектору зменшився понад вдвічі – з 39,5 до 18,8 млрд дол. США, то обсяги суверенного боргу зросли майже втричі – з 12 до 33 млрд дол. США. У 2009 р. на порятунок банківської системи використано близько 40 млрд грн, але від цього українські банки не стали надійнішими, як це продемонстровано відтоком депозитів зразка 2014–2015 рр. До надійного вирішення банківських проблем не дійшло, а натомість підвищилася вразливість державного сектору.

По-третє, значна частина державного боргу є прихованою внаслідок поширеної практики державних гарантій. Як зауважує Ю. Пинзеник [63], вітчизняна політика державного гарантування має численні вади: відсутність

---

<sup>59</sup> Навесні 2008 р. В. Шевчуком стверджувалося, що на випадок «раптової зупинки» потоків капіталу, яка може бути наслідком несприятливої комбінації падіння цін на металопродукцію, подорожчання кредитних ресурсів на зовнішніх фінансових ринках або «стиснення» грошової маси у світовій економіці, в Україні існує загроза потрійної кризи – валютної, банківської та фіскальної [84, с. 101–102].

<sup>60</sup> Керівник групи радників НБУ В. Литвицький визнавав «перегрів» попиту і споживчого кредитування, а також помилковість червеневого (2007 р.) зниження облікової ставки НБУ, проте виправдовував збільшення грошової емісії і заперечував пряму кореляцію між грошовою масою та інфляцією [44].

чітких структурних пріоритетів і виважених фінансових розрахунків щодо впливу таких державних зобов'язань на стан державних фінансів, брак такої ж ретельної перевірки щодо доцільності й обґрунтованості, як інші державні витрати, відкладений характер державного субсидування, що містить спокусу політично мотивованих рішень.

По-четверте, додаткові труднощі створює значна короткочасна заборгованість приватного сектору, передусім фінансових установ, що підвищує ризик трансформації приватної заборгованості у державну. Якщо упродовж 2012–2015 рр. частка короткочасних боргових зобов'язань корпоративного сектору знизилася з 32 % до 24 %, то відповідний показник для банківської системи зріс з 19 % до 27 %. Приймаючи вагомий суспільний резонанс від банкрутства банківських установ, на випадок появи труднощів з обслуговуванням зовнішніх запозичень уряд не матиме інших дієвих опцій, ніж порятунок таких банків за допомогою збільшення урядових видатків і дефіциту бюджету.

До масштабної націоналізації приватного боргу промислових конгломератів в Україні поки що не дійшло, і це практично єдина відмінність від країн Латинської Америки та Південно-Східної Азії. Поки що порятунок приватного сектору обмежився державним фінансуванням реструктуризації банківського сектору, який з початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) втратив доступ до зарубіжних фінансових ринків і на додаток потерпів від девальвації гривні. На відміну від запозичень банківської системи, зовнішній борг корпоративного сектору відновив динамічне зростання від початку 2010 р., що збіглося зі збільшенням державного боргу. Природно припустити, що це відтворює взаємну причинність між обома показниками, яка відрізняється за напрямом від зв'язку між боргом державного і банківського секторів.

У 2005–2007 рр. обсяги зовнішніх запозичень вітчизняних банків щороку подвоювалися, що переважно оцінювалося позитивно з міркувань

збільшення обсягів споживчого та іпотечного кредитування, стимулювання будівельної і суміжних галузей. Хоча зменшення частки державного боргу до заледве 14 % від сумарного зовнішнього боргу у 2008 р. проти 83 % у 2003 р. було корисним з огляду на зниження прямої державної зовнішньої заборгованості, але водночас підвищило ризики управління зовнішнім боргом [377, с. 42–46].

Як вже згадано у розділі 1, збільшення державного зовнішнього боргу може бути реакцією на проблеми банківського і корпоративного секторів, які з певних причин втратили доступ до світових фінансових ринків. Це не обов'язково має бути пряма фінансова допомога для проблемних приватних структур. Загалом ідеться про стимулювання сукупного попиту, яке може бути корисним для підтримання платоспроможності промислових підприємств і домашніх господарств (в обох випадках ідеться про клієнтуру банківських установ). Водночас не виключено, що надмірні запозичення приватного сектору стають наслідком прямих і прихованих державних гарантій для приватних позичальників. Це передбачає прямий зв'язок між приватним і державним зовнішнім боргом: початкове збільшення приватного боргу має супроводжуватися збільшенням запозичень державного сектору (з часовим лагом), які використовуються для порятунку приватних банків і підприємств.

Для емпіричного оцінювання характеру зв'язку між окремими компонентами зовнішніх запозичень використано квартальні дані за період 2004–2014 рр., які отримано з відповідних статистичних матеріалів Національного банку України. Оскільки вихідні дані є нестационарними і характеризуються взаємною причинністю, для емпіричного оцінювання використано модель векторної авторегресії з коригуванням помилки VAR/VEC, що передбачає залежність короткочасної динаміки залежної змінної (перші різниці) від лагових значень, відповідних довгострокових зв'язків і незалежних змінних.

Для ідентифікації взаємозалежності ендогенних змінних використано таку послідовність шоків для поточного періоду:  $DEBTV_t \Rightarrow DEBTC_t \Rightarrow DEBTG_t$ . Приймається, що зовнішні запозичення вітчизняних банків не залежать від двох інших секторів. Водночас зовнішній борг банківського сектору визначає обсяги запозичень корпоративного сектору. Це може пояснюватися тим, що більшості вітчизняних підприємств легше отримати валютну позику в українському банку, ніж самостійно отримати валютні кредити чи організувати розміщення власних цінних паперів за кордоном. Акумуляція державного боргу стає наслідком приватних запозичень, що може віддзеркалювати різноманітні механізми такого впливу, як це зрозуміло з наведених вище пояснень.

Оцінені довгострокові коінтеграційні вектори виявилися такими:

$$DEBTV_t = 51,331 - 3,797 DEBTG_{t-1}, \quad (3.1)$$

(14,14)                      (1,41)

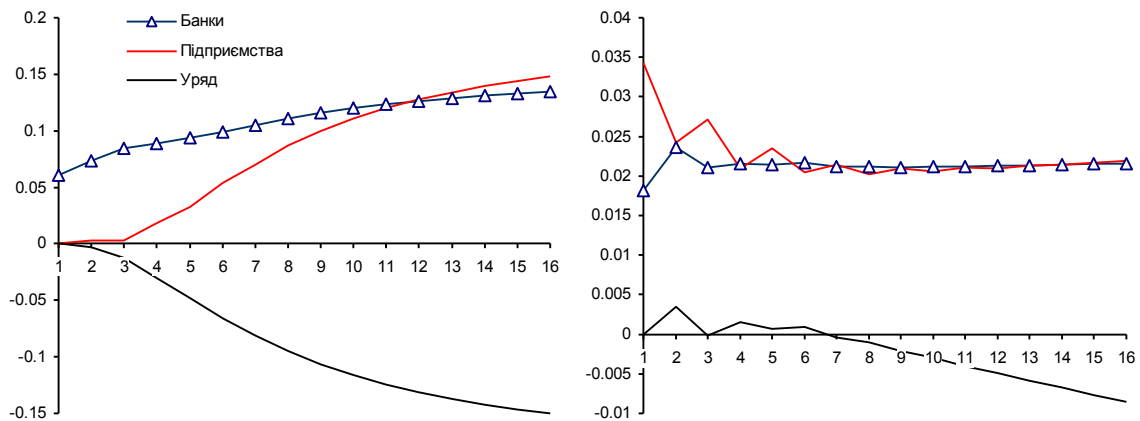
$$DEBTC_t = 18,761 - 0,650 DEBTG_{t-1}. \quad (3.2)$$

(5,48)                      (0,54)

В обох випадках збільшення зовнішнього боргу державного сектору позначається зменшенням запозичень банківського і корпоративного секторів, відповідно, і, навпаки, реакцією на зменшення приватних запозичень стає збільшення державного зовнішнього боргу, але лише у першому випадку функціональна залежність простежується на статистично значущому рівні. Загалом можна стверджувати, що збільшення урядових запозичень слугує заміником зовнішніх запозичень вітчизняних банків. Такий результат підтверджується відповідною імпульсною функцією (рис. 3.3) та декомпозицією залишків (табл. 3.1).

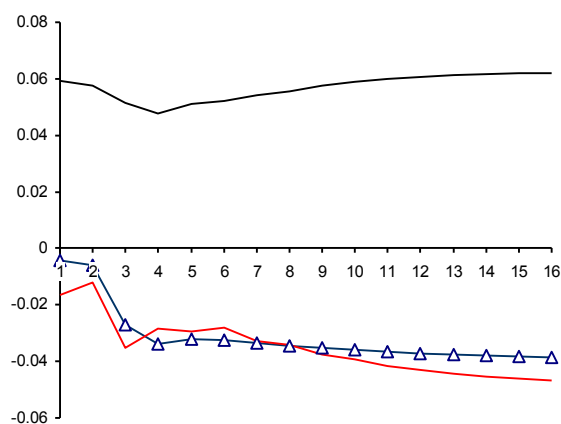
Для зовнішніх запозичень банківського сектору наслідки збільшення державного зовнішнього боргу практично непомітні упродовж перших 4-х кварталів, але надалі вплив стає порівняльним з протилежним за спрямованістю ефектом від власних запозичень та акумуляції боргу в корпоративному секторі. Можна припустити, що за умов успішної

економічної кон'юнктури збільшення зовнішнього боргу корпоративних структур, яке зумовлено оптимістичними очікуваннями та підвищенням довіри до українських компаній, зумовлює комплементарні дії з боку комерційних банків, які досить часто пов'язані афілійованою структурою власності. Зменшення зовнішніх запозичень банківського сектору при збільшенні державного боргу може означати, що частина банківських запозичень використовується для придбання урядових облігацій на внутрішньому ринку. Частка корпоративного і державного секторів у змінах зовнішнього боргу банківського сектору поступово зростає до 29 % і 32 % відповідно, що досить багато.



а) банківський сектор;

б) корпоративний сектор;



в) державний сектор;

Рис. 3.3. Взаємний вплив окремих компонентів зовнішнього боргу

Джерело: складено автором

Залежність між запозиченнями банківського і корпоративних секторів є взаємною: не лише вищий корпоративний борг заохочує зовнішні запозичення вітчизняних банків, але й навпаки – зовнішній борг банківської системи підсилює боргову експансію корпоративного сектору на зовнішніх фінансових ринках. При цьому характер залежності від державного боргу є подібним (посилення з часом оберненого зв'язку), але відчутно слабшим. Таке враження підсилюється декомпозицією залишків, яка не виявляє жодної залежності зовнішнього боргу банківського сектору від державних зовнішніх запозичень. Водночас висока залежність від банківського боргу, що поступово зростає з 35 % до 46 %, слугує додатковим свідченням міцного взаємного зв'язку між обома показниками.

Таблиця 3.1

## Декомпозиція залишків VAR/VEC-моделі

Імпульс	Відгук на зміни	Горизонт прогнозу				
		3	6	9	12	16
Зовнішній борг банківського сектору ( <i>DEBTV</i> )	<i>DEBTV</i>	99	78	56	45	38
	<i>DEBTC</i>	0	8	19	25	29
	<i>DEBTG</i>	1	14	25	29	32
Зовнішній борг корпоративного сектору ( <i>DEBTC</i> )	<i>DEBTV</i>	35	41	44	45	46
	<i>DEBTC</i>	65	59	56	54	53
	<i>DEBTG</i>	0	0	0	1	1
Зовнішній борг державного сектору ( <i>DEBTG</i> )	<i>DEBTV</i>	6	16	18	19	19
	<i>DEBTC</i>	14	16	19	21	23
	<i>DEBTG</i>	80	68	63	60	58

Джерело: складено автором

Державний зовнішній борг зменшується у практично такий самий спосіб після збільшення зовнішніх запозичень двох секторів – банківського і корпоративного. Це може означати, що безперешкодний доступ вітчизняних банків і підприємств до зовнішніх фінансових ринків обмежує потребу в запозиченнях державного сектору. Немає підстав для припущення, що зовнішні приватні запозичення мають державні гарантії, адже в такому разі



залежність має бути протилежною. Усе виглядає на те, що збільшення державних зовнішніх запозичень у 2010–2013 рр. стало реакцією (принаймні частково) на втрату доступу приватних позичальників до зовнішніх фінансових ринків. Фіктивна змінна *CRISIS* справді виявляє зменшення запозичень банківського сектору під час кризових явищ в економіці України, однак впливу на запозичення корпоративного і державного секторів не виявлено. Також є слабкі свідчення, що зниження РОК обмежує зовнішню заборгованість корпоративного сектору і банків (меншою мірою), тоді як протилежне спостерігається для зовнішнього боргу державного сектору. У принципі, так і має бути.

Вага обох секторів – банківського і корпоративного – у змінах державних зовнішніх запозичень практично не відрізняється, поступово зростаючи до 19 % і 23 %, відповідно. Таким чином, на довгострокову перспективу обидва чинники визначають близько понад 40 % динаміки державного зовнішнього боргу, що досить відчутно, але короточасні залежності не передбачають вагомого впливу приватного боргу. Це може означати, що більший вплив мають інші міркування, наприклад збільшення державних інвестицій чи соціальних виплат.

Оцінюючи різноманітні варіанти зменшення сукупного зовнішнього боргу, найкраще виглядає послідовність на основі початкового зменшення зовнішньої заборгованості банківського сектору. Це відразу ж обмежить запозичення корпоративного сектору, адже вага банківського боргу на рівні 35 % є високою з лагом у квартал, а надалі поступово зростає до 46 %. Якщо починати зі зменшення корпоративного боргу, на результуюче зменшення банківського боргу доведеться зачекати, адже відповідний вплив є слабшим і виявляється досить повільно, як це засвідчує відповідна імпульсна функція (вага корпоративного боргу в декомпозиції залишків зростає з 8 % до 28 %). В обох випадках своєрідним наслідком стає збільшення зовнішнього боргу державного сектору, що вимагає відповідної реакції. Якщо зосередитися

лише на зменшенні державного зовнішнього боргу, це буде супроводжуватися збільшенням зовнішнього боргу банківського сектору, а через це – корпоративного зовнішнього боргу.

На сьогодні зменшення державного зовнішнього боргу потрібно не лише для підвищення довіри до економіки, але й зниження вартості кредитних ресурсів. У такому контексті може бути корисним досвід Бразилії, де упродовж другої половини 2000-х рр. цей показник істотно знижено попри певну адаптацію економіки до високої вартості кредитних ресурсів (приміром, у 2006–2008 рр. відсоткова ставка перевищувала 15,5 %, що, втім, не перешкодило динамічному зростанню ВВП).

В академічній літературі виділяють кілька причин надмірно високих відсоткових ставок у Бразилії, що актуально для аналізу вітчизняної ситуації:

1. *Високий державний борг.* Переважно короткочасний характер боргових зобов'язань підтримує відсоткові ставки на високому рівні, що частково є наслідком переважання внутрішніх запозичень (станом на 2012 р. сукупний державний борг залишався порівняно високим – 65 % від ВВП, у тому числі в іноземній валюті – лише 5 % від ВВП). Акумуляція значних валютних резервів дозволила нейтралізувати пов'язану з обмінним курсом нестабільність відсоткових ставок, що в минулому зумовлювали їхнє вище рівноважне значення [258].

2. *Низькі внутрішні заощадження та надмірний попит на кредитні ресурси.* Банки неохоче знижують відсоткові ставки, оскільки за останні роки суттєво збільшилось кредитування, – з переважанням короткострокових позик на споживчі витрати (частка іпотечного кредитування незначна).

3. *Інституційні перешкоди.* Передусім ідеться про непевність правової системи та брак незалежності Центрального банку від інших політичних інституцій.

4. *Передісторія високої інфляції та інфляційної волатильності.* Щорічне підвищення цін у Бразилії в 1970-х рр. становило близько 30 %, у

1980–1988 рр. – понад 200 %, а в 1989–1994 рр. сягнуло 1400 %. На такому тлі не викликає здивування сильна кореляція показників інфляції та вартості кредитних ресурсів [109].

Кілька альтернативних пояснень стосуються: а) високих очікувань інфляції (наприкінці 2012 р. у середньому для країн Латинської Америки прогнозна оцінка зростання ВВП становила 3,4 %, а інфляційні очікування – на рівні 5,5 %); б) високого ризику (політичні події, динаміка ВВП, інфляційні очікування, кредитні рейтинги тощо); в) особливостей нейтралізації наслідків експансійної фіскальної політики рестрикційною монетарною політикою (рис. 3.3).

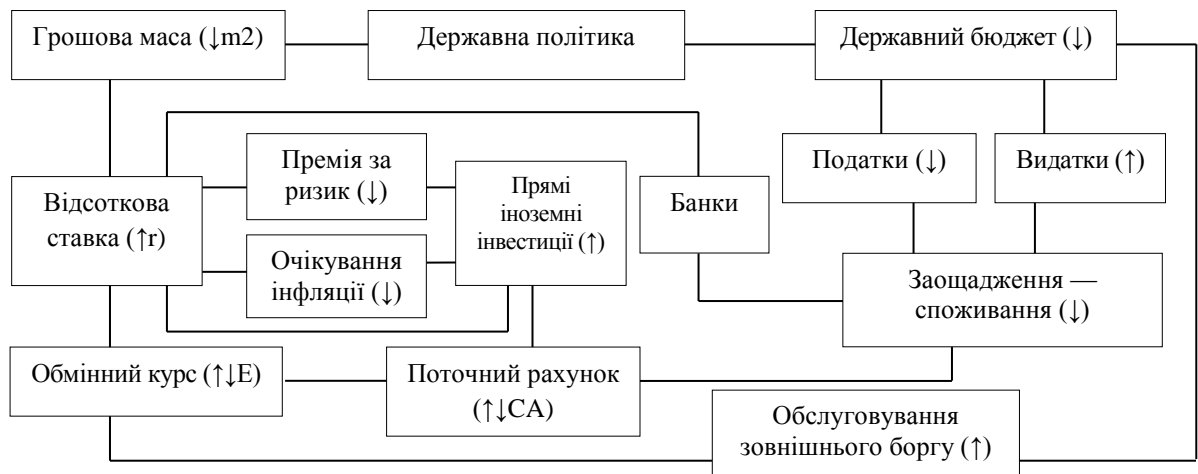


Рис. 3.4. Механізми нейтралізації інфляційних наслідків експансійної фіскальної політики засобами рестрикційної монетарної політики  
Джерело: складено автором

В усіх випадках скорочення грошової маси (2002–2003 рр., 2004–2005 рр. і 2008 р.) відбувалося підвищення відсоткової ставки та кореспондуюче зниження премії за ризик і очікувань інфляції. Проте негативним наслідком таких заходів стає зміцнення обмінного курсу, що сукупно з експансійною фіскальною політикою сприяє збільшенню імпорту і погіршенню сальдо поточного рахунку.

Не бракує припущень, що за допомогою високих відсоткових ставок, які стали наслідком надмірного дефіциту бюджету, президент Лула да Сільва

і його наступниця Ділма Русефф продовжили традицію політичного фаворитизму попередників, коли таким чином створювалося зручне джерело для підвищених доходів комерційних банків. З іншого боку, використання дефіциту бюджету як інструментального чинника підвищення відсоткової ставки могло бути мотивовано бажанням відновити приплив капіталу.

Зроблені висновки лише підсилюють відомі узагальнення з досвіду країн (особливо Латинської Америки) (розділ 1), що акумуляція суверенного боргу має виразний політичний підтекст, а це підвищує ризики кризових явищ. Водночас у короткочасному періоді зовнішні запозичення державного сектору дозволяють маскувати наявні проблеми структурного характеру, що лише підвищує вартість майбутніх стабілізаційних програм.

С. Клавихо [180], аналізуючи структуру дефіцитів державного сектору в Латинській Америці, стверджує, що це є наслідком нееластичності (негнучкості) податкової системи. В Аргентині, Бразилії, Мексиці, Колумбії до структурних фіскальних дефіцитів призвели: відсутність політичної підтримки для розширення податкової бази<sup>61</sup>, децентралізація бюджетного процесу, яка розпочалася в 1980-х рр.<sup>62</sup>, і фінансування пенсійної реформи.

У нестабільному політичному середовищі надмірна акумуляція зовнішнього боргу пояснюється як (1) недостатнім усвідомленням урядом тягара обслуговування боргових зобов'язань, так і (2) надмірним популізмом та можливістю перекласти тягар обслуговування зовнішнього боргу на майбутній уряд [267; 98].

Обидва дефіцити – бюджету і поточного рахунку – у Латинській Америці стали наслідком політики популізму, яка мала на меті збільшити урядове споживання та різко підвищити рівень життя населення. Беручи до

---

<sup>61</sup> Викликає здивування той факт, що багато великих латиноамериканських країн успішно ввели податок на дохід, але це не позначилося значним зростанням надходжень у бюджет (6 % від ВВП проти 14 % від ВВП у європейських країнах).

<sup>62</sup> Ця тенденція була особливо актуальною у Аргентині та Колумбії, де розподіл надходжень становив 50 % від податкових надходжень до державного бюджету.

уваги низький рівень заощаджень у Латинській Америці, дефіцит бюджету фінансувався запозиченнями з-за кордону [243]<sup>63</sup>.

Враховуючи негативний досвід 1980–1990-х рр., країни Латинської Америки від початку 2000-х рр. значно скоротили зовнішню заборгованість. Рівень сукупного державного боргу до ВВП скоротився з 53 % у 2003 р. до 32 % у 2008 р., досягши найнижчого рівня від часу фінансових криз у Південно-Східній Азії (1997 р.) та Росії (1998 р.). У кризовому 2009 р. цей низхідний тренд дещо змінив напрям, адже державний борг зріс до 36 % від ВВП [170]<sup>64</sup>.

Зважаючи на наявні та прогнозовані макроекономічні проблеми, Україна мала б засвоїти кілька уроків, які безпосередньо впливають з основних функціональних зв'язків і супутніх ризиків акумуляції значного зовнішнього боргу державного і приватного секторів (рис. 3.1):

1. *Недоцільність стимулювання споживчого попиту за допомогою зовнішніх позик.* Загалом споживче кредитування може бути корисним, якщо це стимулює попит на продукцію місцевого виробництва, передусім у контексті заміщення імпорту. В Україні цього не відбулося. Протягом 2006–2008 рр. споживче кредитування розвивалося швидкими темпами, що пояснювалося, по-перше, активним входженням на український ринок іноземних банків (з 2005 р.), які принесли з собою відповідний міжнародний досвід, а, по-друге, скасуванням заборони на валютне кредитування фізичних осіб (2003 р.) (Додаток Н).

<sup>63</sup> Програма ISI зазнала невдач, оскільки уряди не інвестували достатньо у розвиток освіти як важливого чинника збільшення національного виробництва. У країнах Латинської Америки значний дефіцит бюджету призвів до інфляції та кризи платіжного балансу. Причому важливим є той факт, що країни зі значним розширенням доходу більше схильні до перепланування позик.

<sup>64</sup> Найуспішнішим представником серед країн Латинської Америки є Бразилія. За останні три роки першого терміну президентства Л. Лули да Сільви зовнішній борг Бразилії скоротився з 215 до 169 млрд дол. США. За цим показником Бразилія опустилася з першого на друге місце в Латинській Америці, поступившись першістю Аргентині. Лише за останні три місяці президентства Лули да Сільви Бразилія погасила достроково 1,2 млрд дол. США, що стало можливим завдяки залученню іноземних інвестицій в економіку з найвищою у світі відсотковою ставкою.

Таке рішення НБУ відкрило шлях для споживчих кредитів, ставки за якими були значно нижчими, що стимулювало попит. За декілька років обсяг виданих фізичним особам кредитів (включаючи іпотеку) збільшився втричі. Частка кредитів в іноземній валюті зросла з 63 % до 72 %. Загалом питома вага валютних кредитів юридичним і фізичним особам у загальному обсягу кредитної заборгованості у 2008 р. становила 60,3 % – найвищий показник для будь-якої великої країни в регіоні ЦСЄ<sup>65</sup>.

Як і передбачено висновками К. Рейнхарт і К. Рогоффа, з початком кризових явищ (осінь 2008 р.) в Україні відбулось заміщення зовнішнього приватного боргу державним<sup>66</sup> (рис. 3.2). Раніше подібне відбувалося в країнах Латинської Америки (Мексика, Нікарагуа, Колумбія, Сальвадор), де націоналізація позначилася переходом банківських установ у повну державну власність.

Такий процес містить підвищені ризики за умови високої частки валютних позик у кредитному портфелі. З одного боку, після девальвації грошової одиниці виникає несприятливий балансовий ефект, коли зростає вартість зовнішніх зобов'язань банківських установ, що автоматично збільшує фіскальну вартість порятунку банківської системи. З іншого боку, в доларизованій економіці зі залежною структурою попиту і пропозиції зазвичай виникає глибокий спад виробництва, що погіршує фінансовий стан приватних позичальників. Таким чином, при націоналізації приватних банків

---

<sup>65</sup> Зростання позик приватного сектору в іноземній валюті стало звичною рисою процесу наздоганяючого економічного зростання або зближення доходу (*англ. catching up*) країн ЦСЄ та країн «старої» Європи, хоча деякими країнами були прийняті регуляторні обмеження щодо запозичень в іноземній валюті або/та управління балансовими ризиками. Акумуляція боргу в іноземній валюті створює значні проблеми для країн, що розвиваються. Оскільки такі країни збільшують свої зовнішні зобов'язання, згодом необхідно вдаватися до короткострокових позик для погашення наявної заборгованості аж до часу, коли така схема буде неможливою, що призводить до волатильності реального обмінного курсу і фінансової нестабільності. В підсумку фінансова криза стає неминучою.

<sup>66</sup> В Україні зі серйозними фінансовими проблемами першими зіткнулися банки «Надра» та «Промінвестбанк». Надалі довелося націоналізувати банки «Родовід Банк», «Укргазбанк» та «Київ».

у державній власності опиняються фінансові установи зі збільшеними фінансовими зобов'язаннями та нижчої якості активами.

*2. Необхідність профілактики «бульбашки» на ринку нерухомості – житлової і комерційної.* Це здатне підсилити попит на зовнішні запозичення і створити значні цінові деформації. Таке явище мало місце в Ірландії, США, Данії, Іспанії, Великобританії та інших промислових країнах напередодні фінансової кризи 2008–2009 рр. Причинами підвищення цін на нерухомість стали: 1) низькі відсоткові ставки; 2) розвиток нових та інноваційних фінансових продуктів (зазвичай внаслідок недостатнього ринкового регулювання, що забезпечило надмірну доступність кредитування); 3) недостатнє оподаткування нерухомості; 4) спекулятивне трактування нерухомості як інвестиційного активу [316].

У доларизованій економіці цінові деформації можуть мати тривалий характер з погляду практики встановлення цін у валютному еквіваленті та вагомого ефекту «переносу» девальвації грошової одиниці на інфляцію. Зазвичай така залежність характеризується значною асиметрією, коли девальвація супроводжується більш ніж пропорційним підвищенням цін, тоді як зміцнення грошової одиниці має набагато слабший вплив на цінову динаміку.

У 2004–2005 рр. для запобігання майбутній «бульбашці» на ринку нерухомості в Україні треба було вчасно запроваджувати її оподаткування. Досвід застосування податкового механізму для запобігання спекуляціям у низці європейських країн дозволяє переконатися у певних перевагах, хоча не заперечується виняткова непопулярність такого податку. З огляду на запобігання ціновим деформаціям головним є те, що податок на нерухомість перешкоджає її спекулятивному подорожчанню [81]. Наприклад, німецька податкова система заохочує довгострокові інвестиції у нерухомість, але перешкоджає короткочасній спекулятивній діяльності. Дохід від некомерційного перепродажу будинку або квартири, яка була у власності

продавця понад 10 років, не оподатковується, але податок на перепродаж квартири раніше зазначеного терміну становить аж 42 % [316].

### 3. Доцільність обмеженого контролю припливу капіталу.

Оподаткування припливу капіталу зазвичай дозволяє зменшити короточасні запозичення, збільшити валютні резерви і поліпшити структуру інвестицій. Щоправда, такий контроль може бути вартісним. Найсуттєвіший недолік – значне підвищення вартості капіталу, передусім для малих і середніх фірм (МСФ), яким важко ухилитися від адміністративних обмежень [81]. Політика контролю за потоками капіталу в Чилі (1991–1998 рр.), яка мала назву *encaje* (ісп. мереживо), дозволила частково нейтралізувати негативні зовнішні шоки від фінансових криз у Мексиці (1994 р.), країнах Південно-Східної Азії (1997 р.), Росії та Бразилії (1998 р.); обмежити надмірний приплив капіталу; заохотити довгострокові інвестиції; але на тлі деякого підвищення внутрішніх відсоткових ставок (хоча не існує єдиної думки, яким був цей ефект – довго чи короткостроковим) [218]. Ще одним наслідком стало уникнення явища доларизації, яке набуло поширення в сусідній Аргентині.

### 4. Спрямування зовнішніх запозичень на продуктивні інвестиції.

Вважається, що помірні іноземні позики країною, що розвивається, стимулюють економічний розвиток. Бідніші країни на ранніх стадіях економічного розвитку мають незначні фінансові ресурси, тому змушені здійснювати інвестиції за вищими відсотковими ставками, ніж у розвинутих країнах. Якщо позики використовуються для продуктивних інвестицій, не створюють макроекономічної нестабільності та не провокують зміщення економічних стимулів у напрямі приватного споживання, економіка зростає з таким темпом, що забезпечує можливості повного і своєчасного обслуговування заборгованості. Таке припущення зберігається навіть у моделях, що передбачають значний ризик виникнення дефолту [262]. Проте відомий американський економіст Р. Барро стверджує, що боргове фінансування продуктивних інвестицій має короточасний стимулюючий



вплив, але на довгострокову перспективу відбувається цілком протилежне, адже тягар обслуговування державного боргу призводить до підвищення відсоткової ставки та подорожчання кредитних ресурсів [121].

5. *Необхідність фінансової дисципліни.* Ф. Каселлі, А. Джованіні та Т. Лейн визначили, що вартість обслуговування зовнішнього боргу здебільшого залежить від змінних, які визначають боргову динаміку: сальдо бюджету, сукупний борг, інфляція і темп зростання ВВП [167]. Встановлено емпірично, що поліпшення сальдо бюджету на 1 % від ВВП призводить до зниження вартості обслуговування зовнішнього боргу на 10 пп. Значний дефіцит поточного рахунку, величезний борг, експортні проблеми, зниження валютних резервів і прогнозне скорочення ВВП України зробили небезпідставними вимоги МВФ щодо зміни макроекономічного середовища: більш гнучкий обмінний курс, підвищення тарифів на газ і тепло (з одночасною компенсацією найбільш вразливим прошаркам населення) тощо. За підсумком 2014 р. сальдо поточного рахунку практично вирівнялося, але для безперешкодного обслуговування зовнішнього боргу потрібен переконливий профіцит за операціями експорту-імпорту товарів і послуг. Поліпшенню сальдо бюджету перешкоджають занижені ціни на природний газ і житлово-комунальні послуги для населення, а це не дозволяє реалізувати потенційні переваги плаваючого обмінного курсу, оскільки на валютному ринку домінують песимістично-спекулятивні настрої.

Як показано у розділі 2, присутність балансового ефекту не виявляє виразних переваг однієї з двох систем обмінного курсу – фіксованого чи плаваючого. В обох випадках треба обмежувати амплітуду очікувань девальвації грошової одиниці. Навпаки, доречно зміцнювати грошову одиницю в унісон зі збільшенням зовнішніх запозичень. Як у 2006–2007 рр., так і в 2010–2011 рр. було доцільним обережне зміцнення гривні, що дозволяло обмежити інфляційні тенденції та полегшити умови для монетарної політики. Стерилізація припливу капіталу на заниженому рівні

обмінного курсу супроводжується значним збільшенням пропозиції грошової маси (грошовий навіс), що на випадок погіршення зовнішньої кон'юнктури провокує стрімку девальвацію грошової одиниці. Зрозуміло, що необхідною передумовою доцільного зміцнення обмінного курсу є профіцит бюджету.

Потенційні ризики від акумуляції суверенного боргу можна нейтралізувати за допомогою достатніх валютних резервів. При цьому певна перевага такої стратегії полягає у тому, що валютні резерви можна використовувати для згладжування приватного споживання після оголошення дефолту. Дещо несподівано Л. Альфаро і Ф. Канчук [102] використовують таку ситуацію для обґрунтування недоцільності акумуляції валютних резервів як таких, а на випадок появи боргових проблем рекомендують зменшення заборгованості як альтернативу використанню валютних резервів<sup>67</sup>. Таким чином, пропонується, щоб на ефекти «зараження» чи «раптової зупинки» відповідати радикальним поліпшенням сальдо бюджету. Цьому, очевидно, можуть перешкоджати політичні міркування.

Наведені міркування добре узгоджуються з реаліями економічної політики в Україні зразка 2012–2013 рр. За умов значного погіршення сальдо поточного рахунку та зменшення чистого припливу капіталу було доречним використання у такій ситуації фіскальної дисципліни, підтриманої обмеженою девальвацією гривні. Таке поєднання мало обмежити попит на імпорт у такий спосіб, що дозволяв уникнути значного прискорення інфляції внаслідок відомого ефекту «переносу». Щобільше, деяке підвищення інфляції було доречним з погляду зниження реальної відсоткової ставки, яка в 2012–2013 рр. сягала 15–18 % річних.

---

<sup>67</sup> Окрім втрати доступу до фінансових ринків внаслідок оголошеного дефолту, традиційні аргументи на користь використання валютних резервів включають кілька інших випадків: надмірного підвищення вартості фінансових ресурсів під час випадків «зараження» фінансовою нестабільністю на світових ринках, «раптової зупинки» потоків капіталу, здатності нейтралізувати втрати доходу під час дефолту [102]. Водночас валютні резерви стають доцільними як засіб стабілізаційної політики на випадок придбання нерезидентами позик внутрішнього державного боргу [101].

Проте урядом М. Азарова було прийнято інше рішення: фінансувати надмірний дефіцит бюджету за допомогою зовнішніх запозичень. Оскільки надходжень іноземного капіталу було недостатньо для фінансування дефіциту бюджету, довелося використовувати валютні резерви НБУ. За період із серпня 2011 р. до грудня 2013 р. їхній рівень знизився понад вдвічі – з 38 до 19 млрд дол. США. Зрозуміло, що така акомодатійна політика мала на меті мобілізацію електоральної підтримки, але одночасно створила передумови для гострої фінансової кризи у 2014–2015 рр., яку істотно поглибив збройний конфлікт із сусідньою Росією. Водночас зауважимо, за даними інвестиційної позиції України в 2010–2013 рр., вартість іноземної валюти, що перебувала в обігу на території країни, зросла з 70 до 96 млрд дол. США. Можна припустити, що значна частина зовнішніх запозичень державного сектору була використана для реалізації різноманітних схем, які дозволяли своєрідний «рециклінг» отриманих коштів. Надалі зросла доларизація економіки, яка перешкодила програмі фінансової стабілізації 2014–2015 рр. через нестабільність попиту на гроші.

Оскільки зауважений характер впливу державних зовнішніх запозичень на інвестиції та споживання приватного сектору створює підстави для підозр у політично мотивованій фіскальній політиці (розділ 2), доречно за прикладом інших країн (Чилі, Бразилія, Швейцарія) запровадити обмежувальні правила для дефіциту бюджету чи рівня державних запозичень. Таке інституційне рішення має стосуватися максимально допустимого рівня дефіциту бюджету або державного боргу (внутрішнього і зовнішнього), але в гнучкий спосіб – з врахуванням циклу ділової активності.

Підсумовуючи зроблений аналіз, зазначимо, що доларизація економіки об'єктивно обмежує можливості ефективного використання зовнішніх запозичень державного сектору через нестабільність попиту на гроші та особливості портфельної диверсифікації активів і таким чином передбачає низку обмежувальних заходів, які повинні мати загальний сприятливий

ефект. Конкретно йдеться про безпосередню відмову від таких запозичень і запровадження низки супутніх заходів на зразок обмеженого контролю капіталу, які знижують ризики націоналізації боргових зобов'язань приватного сектору. Також доречність фіскальної політики для конкретних українських умов може підсилюватися особливостями реструктуризації державного зовнішнього боргу, яку досягнуто восени 2015 р.

### **3.2. Прогнозні орієнтири оптимальної стратегії зовнішніх запозичень державного сектору**

Вихідним пунктом нами обрано критичний аналіз різноманітних оцінок щодо переваг і недоліків програми реструктуризації зовнішнього боргу, яку досягнуто у серпні 2015 р. Згодом на підставі кількох сценаріїв траєкторії вітчизняного ВВП зроблено розрахунок коштів обслуговування державного зовнішнього боргу, а це дозволяє оцінити баланс переваг і недоліків та потенційні ризики запропонованого варіанту вирішення проблеми послаблення боргового тиску на українську економіку. Відповідно, у наступному підрозділі 3.3 зроблено пропозиції щодо боргового менеджменту.

12 листопада 2015 р. Міністерство фінансів України повідомило про завершення реструктуризації 15 млрд дол. США державного зовнішнього боргу та списання 3 млрд дол. США заборгованості. Досягнута угода дозволяє зекономити 8,5 млрд дол. США до 2018 р., що має сприяти політиці фінансової стабілізації та відновлення економічного зростання. Нові облігації терміном погашення в 2019–2027 рр. матимуть дохідність на рівні 7,75 %. Варанти (або Value Recovery Instruments) з індексацією до темпу зростання ВВП також будуть оформлені на додаток до емітованих облігацій.

Таблиця 3.2

Оцінка привабливості програми реструктуризації  
українського державного зовнішнього боргу (2015 р.)

№ п/п	Аргумент	Автор
<i>Аргументи на підтримку угоди про реструктуризацію боргу</i>		
1.	Зниження загального боргового навантаження	Е. Перелигін (2015), М. Репко (2015), Л. Бершидський (2015), А. Ослунд (2015), О. Жолудь, Ю. Городніченко (2015)
2.	Стабілізація обмінного курсу	Е. Перелигін (2015)
3.	Уникнення дефолту та повернення на світові ринки капіталу вже наприкінці 2017 р.	Е. Перелигін (2015), О. Жолудь, Ю. Городніченко (2015)
4.	Поліпшення передумов для контролю грошової маси	Е. Перелигін (2015)
5.	Варанти – це так званий «підсолоджувач» (англ. sweetener), але кредитори могли погодитися на операцію навіть без них	В. Храмов (2015)
6.	База для уникнення сплати надзвичайно дорогого російського боргу в 3 млрд дол. США	Л. Саммерс (2015), С. Лямець, Г. Калачова (2015)
7.	Угода є ключем до набагато більшої підтримки від МВФ, країн «великої сімки» та «великої двадцятки»	Л. Саммерс (2015), О. Жолудь, Ю. Городніченко (2015)
<i>Критичні зауваження</i>		
1.	Списання зовнішнього боргу не послаблює тиск на бюджет	С. Лямець, Г. Калачова (2015)
2.	Обсяги списання недостатні, передусім порівняно з Грецією	О. Жолудь, Ю. Городніченко (2015)
3.	Немає зниження відсоткової ставки	О. Жолудь і Ю. Городніченко (2015)
4.	Компенсаційний пакет створює власні ризики (з врахуванням відсоткових платежів, кредитори можуть повернути до 90 % вартості реструктуризованого боргу)	С. Лямець, Г. Калачова (2015)
5.	Платежі запускаються, коли економіка ще не вийде на докризовий рівень	О. Жолудь і Ю. Городніченко (2015)
6.	Не вирішено питання обслуговування 3 млрд дол. США російського боргу	О. Жолудь і Ю. Городніченко (2015), М. Репко (2015)

Джерело: складено автором на основі даних [61; 5; 2; 24; 234; 69; 59; 48; 88]

З-поміж схвальних оцінок переважно звучать аргументи на користь уникнення дефолту та зниження загального боргового навантаження [61; 5; 2; 69; 24; 234]. Зі слів міністра фінансів України Н. Ярецько, якби не реструктуризація українського боргу, у найближчі роки український уряд мав би заплатити за власними зобов'язаннями 15,3 млрд дол. США, що перевищує нинішній обсяг валютних резервів (близько 14 млрд дол. США).

Мораторій на виплату за зовнішніми виплатами українського уряду дозволяє стабілізувати обмінний курс і полегшити контроль грошової маси. Загалом це має прискорити відновлення економічного зростання, а також здатність до самостійного обслуговування боргових зобов'язань. Реструктуризація державного зовнішнього боргу закладає підвалини для продовження співпраці з МВФ та іншими донорами України [24; 59]. Окремо наголошуються переваги посилення переговорної позиції України стосовно вирішення проблеми виплат за 3 млрд дол. США російської позики, яку було надано уряду В. Януковича [59; 48].

Відомий американський економіст Ларрі Саммерс, колишній керівник Національної економічної ради, вважає, що упродовж останніх 30 років дуже рідко, якщо колись взагалі було, щоб країна так вдало і так швидко уклала подібну угоду, як це зробила Україна [59]. Окрім списання близько 3 млрд дол. США основного боргу, можна розраховувати на комплементарність державних і приватних інвестицій, що має надати додатковий імпульс економічному зростанню.

Критичні зауваження щодо запропонованої реструктуризації українського боргу стосуються відсутності значного зниження тиску на бюджет [48], недостатніх обсягів списання боргу, наприклад, порівняно з Грецією, відсутності очікуваного зниження ставки відсоткових платежів [24].

Перший з цих аргументів не видається надто переконливим, щонайменше у короткочасному контексті. Якби не реструктуризація державного зовнішнього боргу, то вже 2016 р. платежі за обслуговування

державних запозичень становили б 6,7 млрд дол. США. Очевидно, що таке зменшення урядових видатків важко не назвати значним. З іншого боку, критичний аргумент може стосуватися довгострокової перспективи, коли сумарні платежі можуть навіть перевищити розмір платежів за відсутності реструктуризації, але відповідно до первісного графіка платежів.

Списання зовнішнього боргу для Греції перевищило 50 %, але потрібно враховувати, що країна є членом ЄС, а також той факт, що значну частину списання становили нараховані відсотки. Фактично, у грецькому випадку йшлося про списання більшої частини відсотків, тоді як в українській ситуації списання стосується основної частини боргу. Також потрібно врахувати, що за міжнародними стандартами український державний зовнішній борг у відносному вимірі (менше 20 % від ВВП) не вважається високим, а тому питання його списання не набуло належної гостроти. З подібних міркувань не вартувало сподіватися на відчутне зниження відсоткової ставки, яку насправді було підвищено з 7,25 % до 7,75 %.

Проте найбільші контрверсії створює варіант, який пов'язує кошти обслуговування державного боргу з темпом зростання ВВП:

- жодних платежів кредиторам, якщо економіка зростатиме повільніше, ніж 3 % ВВП;
- при зростанні ВВП від 3 % до 4 % кредитори отримають 15 % вартості від відсотка зростання ВВП;
- при зростанні ВВП понад 4 % кредитори отримають 40 % вартості від кожного відсотка такого зростання<sup>68</sup>.

Механізм деривативу почне працювати тільки з 2021 р., а в 2021–2025 рр. платіж не може перевищувати 1 % від ВВП. Також Україна не

<sup>68</sup> Наведений Н. Яресько приклад ілюструє розрахунок величини платежів за борговим варіантом: якщо поточний ВВП становить 125 млрд дол. США, а в наступному році реальне зростання становитиме 3 % і ВВП збільшується до 129,2 млрд дол. США, то виплат немає. При збільшенні ВВП на 4 % та інфляції на рівні 5 % виплати становлять 178 млн дол. США.

здійснюватиме жодних платежів доти, поки її ВВП не складе 125 млрд дол. США (на кінець 2015 року він оцінювався в сумі 85 млрд дол. США).

Після дефолту (2002 р.) Аргентина запропонувала замінити державні облигації в обігу на нові облигації з дохідністю, що залежить від темпу зростання ВВП [134]. Якщо темп зростання ВВП є нижчим, це знижує вартість обслуговування таких цінних паперів; у випадку високого економічного зростання дохідність урядових облигацій зростає. Індексацію урядових облигацій до темпу зростання ВВП вперше запропонував Г. Бон на початку 1990-х рр. [144].

Міністр фінансів України Н. Ярецько посилається на макроекономічний прогноз МВФ, який передбачає, що в 2020–2040 рр. середній темп зростання українського ВВП становитиме 4 %, що не передбачає значних виплат за борговим варіантом [53]. Український дериватив діятиме 20 років, що менше, ніж в Аргентині і Греції – відповідно, 27 і 30 років. Іншу перевагу створює використання реального, а не номінального ВВП. В уряді очікують, що вітчизняний ВВП досягне 125 млрд дол. США у 2019 р. За умови щорічного зростання на 4 % сумарні виплати до 2040 р. оцінюються на рівні 8,3 млрд дол. США. Така сума не розглядається надто високою, тим більше з урахуванням поточного списання 3 млрд дол. США зовнішнього боргу та відсотків, які мали б бути сплачені на цю частину боргу (разом 9,3 млрд дол. США). Водночас Н. Ярецько ухилилася від відповіді на питання про обсяг платежів, якщо середнє зростання становитиме 7–10 %, що за останні три десятиліття зустрічалося у світовій практиці, наприклад у Китаї та Чилі.

Як зауважує В. Храмов, віце-президент з питань глобальних досліджень Bank of America Merrill Lynch у Лондоні, головний економіст по Україні і стратег по ринках Ізраїлю, країн ЦСЄ і СНД, кредитори втратили приблизно 4–5 з 20 млрд дол. США, якщо оцінювати за дисконтною вартістю [88]. Кредитори спочатку пропонували лише відтермінувати платежі – без списання



боргу, але на це не погодився український уряд і МВФ. Запропонований опціон розглядається як високоризиковий, адже ніхто не знає, яким буде ВВП України через п'ять років. Розрахунки показують, що за умови зростання менш ніж на 6 % щорічно платежі становитимуть менше 1 % ВВП, а це перевищує показник до реструктуризації – 1,5–2 млрд дол. США на рік, що перевищує 1 % від ВВП. Серйозні платежі з'являться при зростанні ВВП з темпом понад 10 %, але у відносному вимірі це однаково становитиме невелику суму.

Подібно М. Репко [69] наголошує, що премія для кредиторів не є надмірною, якщо врахувати велику важливість списання частини державного зовнішнього боргу та отримання пільгового періоду до погашення боргових зобов'язань, а передусім з врахуванням того факту, що зростання ВВП на рівні понад 4 % упродовж багатьох років виглядає малоймовірним.

С. Саммерс вважає, що на випадок високого зростання існуватиме можливість викупу назад власних боргів або проведення повторних переговорів з кредиторами про реструктуризацію [59]. Загалом умови реструктуризації українського боргу вважаються набагато кращими, ніж свого часу отримала Аргентина, чи зараз Греція<sup>69</sup>.

Н. Яресько зауважує, що зростання економіки на 7–10 % можливо тепер, у ці перші 10 років після тривалого та сильного економічного падіння, а надалі зростання стане «нормальним» [53]. Наприклад, за останні 24 роки лише упродовж 9 років зростання ВВП перевищувало 3 %. Якщо період високого відновлювального зростання припаде якраз на 2017–2018 рр., проблема високих платежів за варантами не виглядає надмірною. Інакше можна зіткнутися з високою вартістю обслуговування державного зовнішнього боргу, як це продемонстрував український уряд 2010–2014 рр.

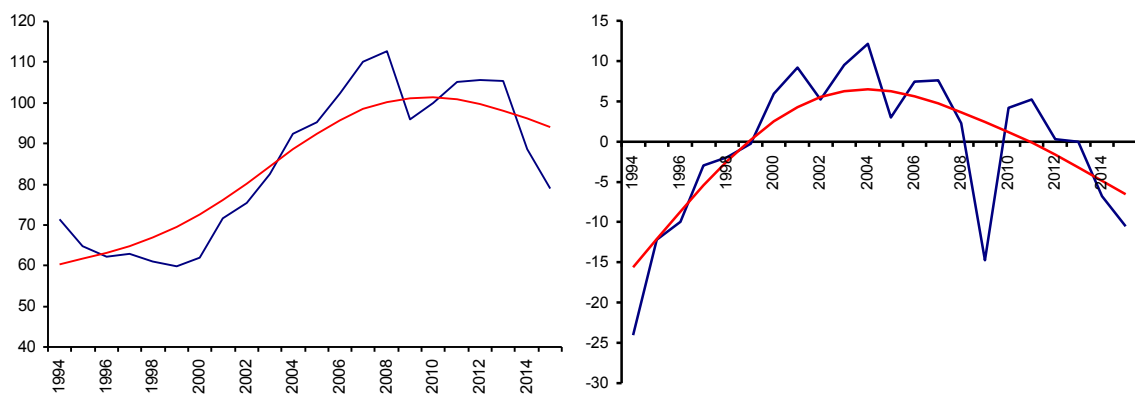
Для розрахунку вартості варантів нами спочатку оцінено можливості високого відновлювального економічного зростання в 2016–2020 рр. Згодом

---

<sup>69</sup> Дійсно, Греція отримала набагато більше грошей, ніж Україна. За цією логікою, МВФ і ЄС мають дати Україні більше грошей, ніж вони перерахували. Але якщо порівняти ці суми з ВВП України та Греції, то розрив буде вже не настільки великим.

розраховано розмір виплат за варантами для кількох сценаріїв економічного зростання в 2020–2030-х рр.

Для оцінки динаміки відновлювального зростання можна звернутися до вітчизняного досвіду попередніх років або екстраполювати на українські реалії досвід інших трансформаційних економік. Якщо орієнтуватися на нещодавній вітчизняний досвід фінансової кризи 2008–2009 рр. (рис. 3.5), спад ВВП на 14,8 % супроводжувався збільшенням ВВП відповідно на 4,2 % і 5,2 % у післякризових 2010 і 2011 рр. Динаміка економічного зростання у 2001–2004 рр. була вдвічі вищою, однак потрібно врахувати, що це відбувалося після майже декади глибокого економічного спаду. Звертаючись до зарубіжного досвіду (додаток П), зробити певні аналогії дозволяє аналіз відновлення економічного зростання у країнах ЦСЄ після кризи 2008–2009 рр. Найвищого темпу післякризового зростання ВВП досягнуто у Словаччині – 4 %, тоді як в решті країн результати виявилися набагато скромнішими: Румунія – 3 %, Болгарія, Чехія – 2 %. У Словенії та Угорщині післякризове зростання мало W-подібний вигляд. Хорватія так і не змогла відновити економічне зростання.



а) рівень (індекс, 2010=100);

б) темп зростання (%);

Рис. 3.5. Фактичне і природне значення ВВП, 1994–2015 рр.

Примітка: трендові значення рівня і темпу зростання ВВП отримано за допомогою фільтру Ходріка-Прескотта

Джерело: складено автором на основі даних [21]

Країни Балтії у 2009 р. зазнали глибокого спаду виробництва, який можна порівняти з українським – аж на 15 %, але післякризове відновлення так само не відрізняється високою амплітудою. У Латвії та Литві зростання ВВП сягнуло 5 % у 2011 р., проте надалі сповільнилося. В Естонії відновлювальний імпульс виявився істотним – економіка зросла на 10 %, проте в наступні роки темп зростання ВВП істотно знизився.

У кількох інших епізодах спад ВВП у Болгарії на 9 % у 1997 р. позначився відновлювальним зростанням ВВП на 5 % упродовж наступних п'яти років. У Румунії кризові явища наприкінці 1990-х рр. позначилися післякризовим зростанням на 6 %.

Загалом можна зробити висновок, що післякризове зростання зразка 2010–2014 рр. для країн ЦСЄ не перевищує 5 %. Це може пояснюватися кількома чинниками, які залишаються актуальними і так само стосуються економіки України. По-перше, не вирішено такої засадничої проблеми світової економіки, як глобальні дисбаланси, що створює непевність щодо економічної динаміки основних центрів світової економіки, а отже обмежує можливості економічного зростання для решти країн. Як нами зауважувалося ще у 2011 р. [41], кризові явища 2008–2009 рр. не призвели до автоматичного подолання асиметрії сальдо поточного рахунку США з одного боку, та Китаю і країн Західної Європи, з другого. Частково це пояснюється використанням американського долара як надійної валюти, що перешкодило поліпшенню сальдо американського експорту-імпорту, однак не менш вагомими видаються проблеми економіки Китаю, якій так і не вдалося перейти до економічного зростання на основі збільшення внутрішнього приватного споживання. Зрозуміло, що сповільнення китайської економіки, яке вже позначилося обвалом світових цін на сировину, надалі створюватиме обмежувальний вплив через інші механізми. Зокрема, для країн-членів ЄС видається істотним зменшення попиту на інвестиційні товари в Китаї, що

обмежить обсяги німецького експорту. Відповідно, послабне ефект рушія для країн ЦСЄ, які суттєво залежать від німецької економіки.

Для України Китай не став вагомим торговельним партнером, але падіння цін на металопродукцію і сільськогосподарську сировину має виразний негативний вплив, який, втім, частково нівелюється здешевленням енергоносіїв. Проте за умови стагнації світової економіки, а передусім країн-членів ЄС, не можна розраховувати на важливий ефект рушія у зовнішній торгівлі, який матеріалізуватиме позитивний економічний ефект від євроінтеграції.

По-друге, економічний розвиток ЄС стримуватимуть боргові проблеми країн Південної Європи: Греції, Іспанії, Португалії, і не виключено, що й Італії. На перший погляд, гостроту обслуговування зовнішнього боргу знято, і навіть Греція відновила боргові платежі та динаміку економічного зростання. Проте навіть за відсутності подальшого загострення боргових проблем поступове зменшення боргового навантаження на приватний сектор (англ. deleveraging) створюватиме тривалий рестрикційний вплив. За таких умов не слід очікувати високого економічного зростання.

По-третє, у країнах ЦСЄ вичерпано потенціал наздоганяючого економічного зростання, а більшість країн потрапила в зону, що характеризується як пастка середнього рівня доходу. Для України це менш актуально, але важливою є втрата ще одного з потенційних рушіїв економічного зростання, яким можуть бути країни ЦСЄ.

З-поміж країн колишнього Радянського Союзу максимальний темп відновлювального економічного зростання досягнуто у Білорусі, Грузії і Казахстані – понад 7 %. У Росії динаміка зростання ВВП не перевищила 5 %, попри високі ціни на сировину. В усіх випадках максимальне значення динаміки ВВП досить швидко знижувалося. Порівняно з кризовими явищами 1998–1999 рр. динаміка післякризового економічного зростання виглядає вдвічі нижчою.

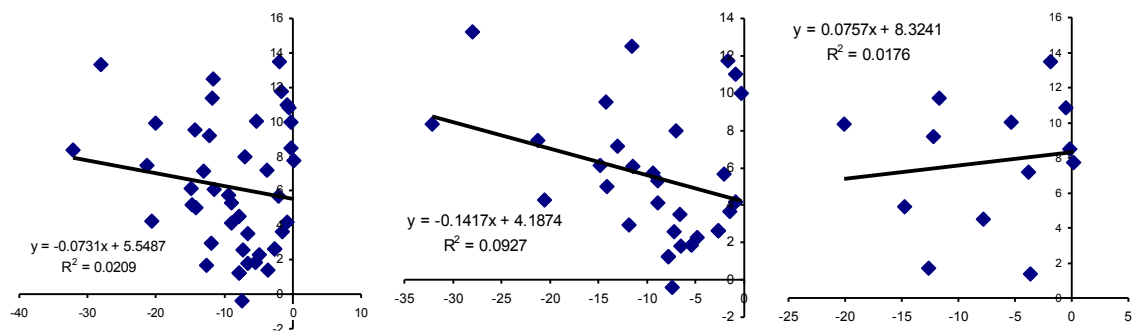
Якщо орієнтуватися на досвід Аргентини, яка дуже близька до сучасної української економіки з погляду реалій боргової кризи та подібної структури економіки, то глибокий спад виробництва на 10 % у 2001 р. надалі позначився післякризовим зростанням ВВП на 8–9 %. Так само контрастним було піднесення від дна у 2010–2011 рр., але останнім часом економіка Аргентини стагнує на тлі падіння світових цін на сировинні товари і труднощів внутрішнього походження, зумовлених надміру експансійною фіскальною політикою (щедрі субсидії для населення і корпоративного сектору, державне регулювання цін на продовольчі товари тощо).

Подібні риси має відновлювальне економічне зростання в інших країнах Латинської Америки. У Чилі та Мексиці темп зростання ВВП зріс до 7 % і 5 % відповідно, але потім істотно знизився. У Бразилії в 2010 р. економіка зросла на 8 %, але останнім часом зростання ВВП практично припинилося, що пояснюється подібними до Аргентини чинниками (падіння цін на сировинні товари та нездатність перейти до більш рестрикційної економічної політики).

Не беручи до уваги економіки Китаю та Індії, післякризове відновлення інших азійських країн теж виглядає поміркованим. У Південній Кореї економіка зростає на 6 % у 2010 р., але у наступні роки темп зростання ВВП сповільнюється до 3 %. Подібна архітектура економічного зростання спостерігається у Гонконгу. Малайзія відрізняється вищим темпом зростання ВВП – 7,5 %, але цей показник не перевищує 6 %. Вкрай нерівномірне економічне зростання спостерігається у Таїланді [257].

Для оцінки залежності амплітуди післякризового економічного зростання від глибини спаду виробництва використано річні дані за період 1990–2014 рр. Залежність найвищого темпу зростання ВВП у післякризовому періоді тривалістю 5 років від величини спаду ВВП при досягненні дна економічної кризи представлено на рис. 3.6. Насамперед враховано дані 2008–2009 рр. та 1998–1999 рр. Два додаткові епізоди стосуються Болгарії та Чехії (1997 р.).

У загальній вибірці 12 країн ЦСЄ і Балтії та 6 країн колишнього Радянського Союзу все виглядає на те, що кожен відсоток спаду ВВП підвищує наступне зростання цього показника на 0,07 пп, що не становить значного впливу. Якщо розглядати окремо дані для країн ЦСЄ та колишнього Радянського Союзу, то помітно, що в першому випадку очікувана пряма залежність між глибиною спаду та динамікою відновлювального економічного зростання стає виразнішою, хоча відповідний коефіцієнт зростає незначно – з 0,07 до 0,14 пп. Водночас у країнах колишнього Радянського Союзу глибина спаду не впливає на темп відновлювального економічного зростання.



а) загальна вибірка;

б) країни ЦСЄ;

б) країни колишнього  
Радянського Союзу;

Рис. 3.6. Вплив глибини спаду виробництва на динаміку відновлювального зростання

Джерело: складено автором на основі даних [257]

Практичний висновок для сучасної України полягає у тому, що в 2016–2020 рр. не варто сподіватися на надто високе відновлювальне зростання. Навіть якщо орієнтуватися на функціональні залежності для країн ЦСЄ, то глибина спаду на 11 % у 2015 р. передбачає додаткове післякризове зростання ВВП на 0,8 пп, що зовсім небагато. Після виключення екстремальних значень цей показник зростає до 1,2 пп, але це не змінює загального висновку про малоімовірність значного відновлювального економічного зростання як реакції на підвищену глибину спаду виробництва.

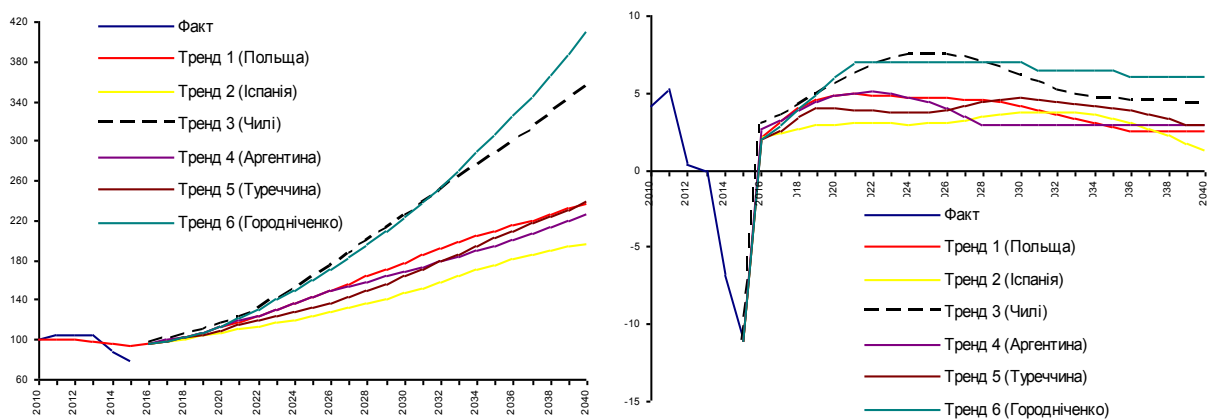
Окрім повільного збільшення обсягів інвестування, зростанню ВВП перешкоджатиме несприятлива кон'юнктура зовнішніх ринків. Активні економічні реформи можуть пожвавити динаміку вітчизняного ВВП, однак відповідний ефект навряд чи буде відчутним у короткочасному періоді.

На початку 2014 р. експерти Світового банку передбачали спад українського ВВП на 6 % за підсумком року, але прогноз спаду на 2015 р. виявився надміру оптимістичним – лише 2 %, тоді як фактичне значення зниження вітчизняного ВВП оцінювалося на рівні 10–11 %. Передбачалося, що зростання ВВП відновиться у 2016 р. (на 1 %), а до 2022 р. цей показник поступово зросте до 3,2 % і залишиться на цій позначці до 2030 р. Середнє значення темпу зростання ВВП у 2021–2030 рр. прогнозується на рівні 3,18 %, що вище, порівняно з успішними періодами радянської доби: 1971–1980 рр. – 3,09 %, 1981–1990 рр. – 2,04 %. Щоправда, у 2001–2010 рр. середній темп зростання ВВП становив 4,55 %, але цьому передував щорічний спад виробництва в середньому на 7,67 % у 1991–2000 рр.

На наш погляд, видається доречним моделювання коштів українського боргового варанта на підставі історичного досвіду країн з подібними економічними характеристиками. Умовно можна розраховувати на кілька сценаріїв, які відповідають динаміці відновлювального зростання для Польщі – 1994–2015 рр. (тренд 1), Іспанії – 1984–2008 рр. (тренд 2), Чилі – 1983–2008 рр. (тренд 3), Аргентини – 2002–2015 рр. (тренд 4), Туреччини – 1984–2008 рр. (тренд 5). Окремо проаналізовано тренд 6 рівноважного доходу на основі підрахунків динаміки рівноважного економічного зростання, які зроблено Ю. Городніченком [234]. Відповідні траєкторії економічного зростання представлено на рис. 3.7б. В усіх випадках використано значення рівноважного темпу зростання ВВП, які отримано за допомогою фільтру Ходріка-Прескотта.

Польща належить до країн колишнього радянського «табору», яка за вихідними умовами, структурою економіки та ментальністю населення чи не

найбільше подібна до сучасної України. На початку 1990-х рр. країна стартувала з темпом зростання ВВП в межах 2–3 % на рік, але поступово цей показник сягнув майже 5 %. Зі середини 2000-х рр. – після вступу до ЄС – темп зростання польського ВВП сповільнився до 3,5 %, а в останні роки перебуває у межах від 2 % до 3 %. Якщо Україні вдасться повторити польський досвід успішного реформування та створення сучасної економіки європейського типу, то в 2040 р. вітчизняний ВВП майже у 2,5 разу перевищить показник 2010 р., а порівняно з 2015 р. зростання становитиме понад 300 %. Подібний результат забезпечить слідування траєкторії економічного зростання Туреччини, яка зі середини 1980 р. продемонструвала значний прогрес.



а) рівень (індекс, 2010=100);

б) темп зростання (%);

Рис. 3.7. Україна: сценарії зростання ВВП, 2016–2040 рр.

Примітка: розраховано на підставі екстраполяції фактичних даних українського ВВП на період до 2040 р., відповідно до траєкторії зростання ВВП визначених країн-орієнтирів.

Джерело: складено автором на основі даних [21; 257]

Якщо орієнтуватися на країну з найнижчим рівноважним зростанням ВВП – Іспанію, то рівноважний темп зростання ВВП поступово зросте майже до 4 %, що не загрожує значними виплатами за борговим варантом, а потім досить стрімко знизиться до 1,3–1,5 % на рік. Можливо, у цьому аспекті Іспанія не є показовою, адже таке сповільнення економічної динаміки



відбиває не так конвергенцію до рівноважного рівня доходу країн-членів ЄС, а радше реалії гострої боргової кризи, яка стала наслідком світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Іспанський варіант позначиться подвоєнням ВВП до 2040 р. проти базового значення 2010 р.

Для Аргентини, яка в 2001–2002 рр. зазнала боргової кризи, співрозмірної з українською 2014–2015 рр, відновлювальне економічне зростання справді виявилось прискореним, але потім темп зростання ВВП істотно сповільнився. У перші шість років після досягнення дна економічної кризи (2002 р.) рівноважний темп зростання ВВП збільшився з 2,6 % до 5 % (значною мірою цьому сприяла кон'юнктура світових ринків), але в наступні роки знизився до 3,5%. В «аргентинському» сценарії приймається, що упродовж 2027–2040 рр. економіка зростатиме щорічно в середньому на 3 %. Це дозволить збільшити ВВП на 226 % проти рівня 2010 р.

3-поміж країн, які тривалий час експериментували з державним втручанням в економіку та популістськими програмами стимулювання платоспроможного попиту, але зуміли переламати хід подій і перейти до моделі наздоганяючого економічного зростання, вирізняється Чилі. У разі повторення успішного чилійського досвіду, коли після боргової кризи 1982–1983 рр. надалі економіка цієї латиноамериканської країни почала динамічно зростати з середнім темпом понад 7 % на рік. Точніше, у перші п'ять років післякризове зростання становило понад 4 % на рік, у наступні 10 років – 7 %, а згодом поступово сповільнилося до 4,3 %. Чилійський сценарій дозволяє сподіватися на збільшення ВВП у 3,4 разу, порівняно з 2010 р. або вчетверо – проти рівня 2015 р.

Нарешті, становить прикладний інтерес оцінка наслідків супер-оптимістичного сценарію, коли українська економіка зростатиме зі щорічним темпом близько 7 %, як це припустив Ю. Городніченко. Нами прийнято, що упродовж п'яти років економіка «розганяється» з 2 % до 7 % щорічного зростання, потім такий високий (за європейськими мірками) темп зростання

ВВП підтримується 10 років, а в наступні 10 років економіка сповільнюється до щорічного зростання на 6 %. Такий сценарій дозволяє збільшити ВВП учетверо порівняно з 2010 р. і в п'ятеро – порівняно з 2015 р.

Для оцінки величини українського ВВП у доларовому еквіваленті використано два підходи:

1) методика А – приймається, що ВВП у доларовому еквіваленті пропорційно відбиває динаміку зростання реального ВВП. У такому разі прогнозні значення ВВП отримуються шляхом екстраполяції ВВП базового 2015 р. (85 млрд дол. США) відповідно до індексу зростання реального ВВП;

2) методика Б – розрахунок ВВП у доларовому еквіваленті відбувається на основі регресійної залежності між індексом реального ВВП і величиною ВВП у доларовому еквіваленті.

Такий підхід виглядає обґрунтованим щонайменше з двох причин. По-перше, не виключено, що нинішнє заниження обмінного курсу буде відкориговано у майбутньому. По-друге, вітчизняна економіка виглядає не настільки слабкою, щоб досягати рівня ВВП 2013 р. у доларовому еквіваленті (180 млрд дол. США) впродовж кількох десятиліть.

Проведені розрахунки показують, що коефіцієнт пропорційності між зростанням реального ВВП і ВВП у доларовому еквіваленті значно перевищує одиницю:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t^{DOL} = & 1,886 \Delta Y_t - 31,940 \text{ crisis}_t, \\ & (2,42^{**}) \quad (-2,08^{**}) \end{aligned} \quad (3.3)$$

$$R^2 = 0,79 \quad DW = 1,76 \quad ADF = -4,87^*$$

де  $Y_t^{DOL}$  – ВВП у валютному еквіваленті (млрд дол. США);  $Y_t$  – індекс реального ВВП (2010=100);  $crisis_t$  – фіктивна змінна для врахування кризових явищ<sup>70</sup>.

<sup>70</sup> Включені змінні пояснюють 79 % динаміки ВВП, що засвідчує високу інформативність оціненого регресійного рівняння. Статистика Дарбіна-Уотсона не виявляє автокореляції залишків, а з використанням тесту ADF гіпотеза про стаціонарність залишків отримує додаткове підтвердження.

Отримані результати показують, що кожен відсоток зростання ВВП позначається «перельотом» динаміки ВВП у доларовому еквіваленті приблизно вдвічі. Така риса може пояснюватися явищем рестрикційно-девальваційного циклу в українській економіці, коли глибокий спад виробництва поєднується зі значною девальвацією грошової одиниці, а це знижує величину ВВП у доларовому еквіваленті нижче деякого рівноважного значення. Відповідно, відновлення зростання ВВП супроводжується зміцненням грошової одиниці та прискореним збільшенням ВВП у доларовому еквіваленті. Значний від’ємний коефіцієнт при фіктивній змінній  $crisis_t$  лише посилює аргумент про значне зниження ВВП під час кризових явищ в українській економіці.

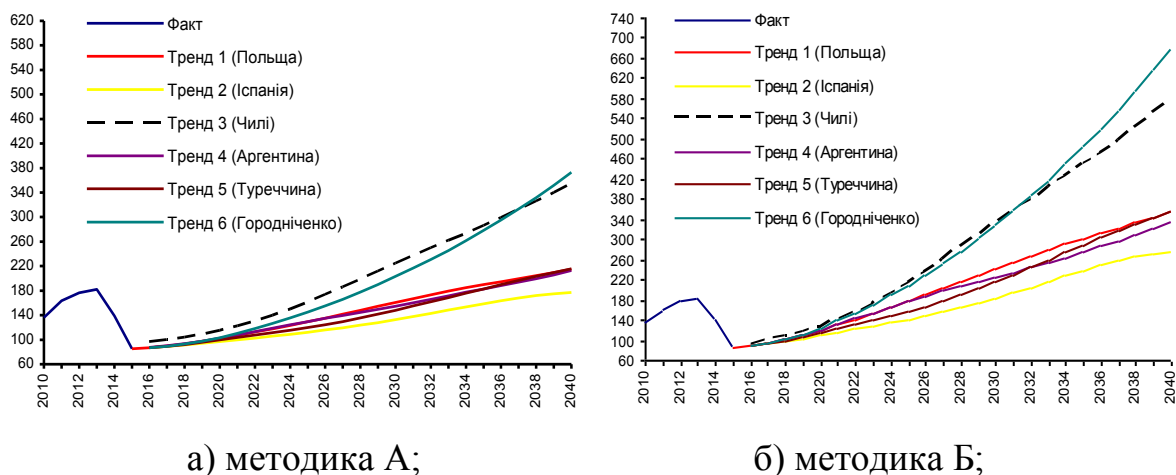


Рис. 3.8. Україна: вартість ВВП (у дол. США), 2016–2040 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [257]

Згідно з методикою А (рис. 3.8а), український ВВП досягне 125 млрд дол. США найраніше у 2022 р. (тренд 3), а найпізніше – у 2028 р. (тренд 2). Показника 2013 р. на рівні 180 млрд дол. можна досягти у 2027 р. (тренд 3), 2029 р. (тренд 6), 2034 р. (тренд 1), 2035 р. (тренди 4 і 5). Якщо економіка України зростатиме за сповільненим «іспанським» сценарієм, то перевершити показник 2013 р. взагалі не вдасться. Підсумкова величина ВВП 2040 р. за найбільш реалістичними сценаріями теж не вражає: від 212 млрд дол. США (тренд 4) до 215 млрд дол. США (тренди 1 і 5). Зростання за

оптимістичним «чилійським» сценарієм дозволяє збільшити вітчизняний ВВП 2040 р. до 354 млрд дол. США. Не набагато вищий показник на рівні 372 млрд дол. США можна отримати при зростанні близько 7 %, як це розрахував Ю. Городніченко.

Принагідно зауважимо, що згаданий вище прогноз Світового банку передбачав зниження українського ВВП до 134 млрд дол. США за підсумком 2015 р., натомість цей показник виявився значно нижчим. Якщо відповідним чином скоригувати прогноз на наступні роки, то у 2025 р. замість очікуваних 175 млрд дол. США матимемо лише 111 млрд дол. США, а у 2030 р. – замість 204 млрд дол. США лише 129 млрд дол. США. Очевидно, такі прогнозні орієнтири виглядають надто заниженими.

Як можна очікувати, методика Б на основі регресійної моделі показує значно вищі значення ВВП у доларовому еквіваленті (рис. 3.8б). У такому разі в двох найбільш реалістичних сценаріях – «польському» та «аргентинському» – український ВВП перевищить 125 млрд дол. США вже у 2021 р., а рівень 2013 р. буде перевершено у 2025 р. Це може надавати ваги аргументові, що виплати розпочнуться, коли економіка ще не вийде на докризовий рівень [24], але загалом основні платежі припадають на період, коли докризовий рівень буде перевершено. До 2040 р. український ВВП становитиме відповідно 355 і 333 млрд дол. США, тобто практично подвоїться, порівняно з 2013 р. Подібне значення забезпечує «турецький» сценарій – 356 млрд дол. США. У найбільш песимістичному «іспанському» варіанті український ВВП збільшиться до 276 млрд дол. США. Натомість «чилійський» сценарій і ще оптимістичніші розрахунки Ю. Городніченка дозволяють сподіватися на 575 і 683 млрд дол. США, відповідно.

На підставі отриманих даних неважко провести розрахунок платежів за борговим варіантом (табл. 3.3). У найбільш реалістичному «польському» сценарії розрахунки за методикою А передбачають максимальні щорічні платежі на рівні 0,52 млрд дол. США в 2021–2025 рр., а потім поступове

зменшення платежів до 0,45 млрд дол. США у 2026–2030 рр. та 0,2 млрд дол. США – у 2031–2035 рр. Надалі в 2036–2040 рр. виплат не буде. Загалом виплати становитимуть 5,88 млрд дол. США або 0,29 млрд дол. США на рік. Проте на випадок вищого рівня ВВП у доларовому еквіваленті (методика Б) платежі за борговим варантом зростають учетверо, а сумарний кошт реструктуризації перевищує поточну вартість державного зовнішнього боргу.

Таблиця 3.3

Оцінка коштів варанта згідно з альтернативними сценаріями  
рівноважної траєкторії доходу та методики його розрахунку

Сценарій		2021–2025	2026–2030	2031–2035	2036–2040	Загалом
Тренд 1	А	2,59/0,52	2,28/0,45	1,0/0,2	–	5,88/0,29
	Б	11,8/2,35	11,21/2,24	1,54/0,301	–	24,54/1,22
Тренд 2	А	0,59/0,12	0,87/0,17	1,05/0,21	0,23/0,045	2,75/0,13
	Б	0,70/0,14	1,15/0,23	1,51/0,3	0,35/0,007	3,70/0,18
Тренд 3	А	7,77/1,55	10,44/2,1	1,29/0,26	2,08/0,41	21,96/1,1
	Б	22,55/4,51	28,15/5,63	18,45/3,69	15,02/3	84,2/4,21
Тренд 4	А	2,61/0,52	1,02/0,2	0,96/0,19	–	4,59/0,23
	Б	11,84/2,36	1,44/0,29	1,40/0,28	–	14,7/0,23
Тренд 5	А	0,77/0,15	1,87/0,37	2,12/0,42	0,83/0,16	5,60/0,80
	Б	0,954/0,19	8,92/1,78	10,91/2,18	1,34/0,27	22,13/1,1
Тренд 6	А	7,75/1,55	10,95/2,19	10,05/2,61	14,62/2,92	46,38/2,31
	Б	22,5/4,5	29,2/5,8	33,6/6,7	36,9/7,4	122,2/6,11

Джерело: розраховано автором

Зростання за «аргентинським» сценарієм так само передбачає головний тягар платежів у 2021–2025 рр., який практично відповідає розрахункам за «польським» сценарієм, однак надалі платежі стають набагато нижчими, передусім у 2026–2030 рр. Сумарні платежі за борговим варантом становитимуть відповідно 4,59 млрд дол. США (методика А) і 14,7 млрд дол. США (методика Б).

Графік платежів за «турецьким» сценарієм дещо інший: платежі в 2021–2025 рр. порівняно невисокі, але в наступну декаду істотно зростають.

Максимальні платежі очікуються в 2031–2035 рр. – 0,42 млрд дол. США на рік (методика А) і 2,18 млрд дол. США на рік (методика Б). Платежі зберігаються в 2036–2040 рр. Сумарні платежі відповідають «польському» сценарію: 5,6 і 22,13 млрд дол. США, залежно від методики розрахунку ВВП.

«Іспанський» сценарій теж передбачає платежі упродовж усього періоду 2021–2040 рр., але вони порівняно незначні у перші 15 років: від 0,12 до 0,21 млрд дол. США на рік (методика А) та від 0,14 до 0,3 млрд дол. США на рік (методика Б). У 2036–2040 рр. платежі стають мінімальними, а сумарна вартість боргового варанта стає порівняльною зі сумою списання основної частини боргу: 2,75 (методика А) і 3,7 млрд дол. США (методика Б).

Неважко переконатися, що розвиток подій за «чилійським» сценарієм означає значне зростання платежів за борговим варантом. Залежно від методики розрахунку ВВП, щорічні платежі становитимуть від 1,55 до 4,5 млрд дол. США у 2021–2025 рр., від 2,1 до 5,63 млрд дол. США у 2026–2030 рр. і від 0,26 до 3,69 млрд дол. США – у 2031–2035 рр. Сумарні платежі становитимуть 22 млрд дол. США (методика А) або аж 84 млрд дол. США (методика Б). Ще більші платежі передбачає сценарій економічного зростання, який розрахував Ю. Городніченко. Зрозуміло, що за таких умов стають більш ніж обґрунтованими побоювання, що компенсаційний пакет дозволяє кредиторам повернути до 90 % вартості реструктуризованого боргу [48]. Якщо Україна розвиватиметься за надзвичайно успішним «чилійським» сценарієм, на реструктуризації вітчизняного державного зовнішнього боргу можна буде добре заробити.

Також зрозуміло, що за умови надзвичайно успішного економічного зростання викуп власних боргових зобов'язань стає найкращою можливістю. Проблема лише у тому, що такий викуп треба буде здійснити у 2020–2027 рр., коли передбачається обіг українських боргових облігацій. Відповідна перспектива лише підсилює аргументацію на користь фіскальної дисципліни. У такому контексті можна погодитися з Є. Перелигінім, що реструктуризація

зовнішнього боргу – це, безумовно, перемога, але сама по собі досягнута угода з приватними кредиторами не вирішує всіх проблем української економіки [61]. Якщо негативні чинники останнього часу будуть збережені, то є ризики, що Україна до 2018 р. не зможе вийти на стабільно високі темпи економічного зростання, як це зауважують О. Жолудь і Ю. Городніченко [24].

### **3.3. Особливості управління державним зовнішнім боргом у післякризовому економічному середовищі**

Управління державним боргом у післякризовому економічному середовищі становить підвищений інтерес з погляду очікуваного переходу до політики зменшення державного боргу в більшості країн, включно з Україною, що, найімовірніше, відбуватиметься за умов низького темпу зростання ВВП. Такі особливості привертають увагу насамперед до якості управління урядовими видатками і надходженнями, що становить необхідний елемент поліпшення сальдо бюджету як важливої передумови зменшення державного боргу. Цей процес передбачає не лише зменшення видатків та збільшення податків, але й проведення реформ, здатних забезпечити як профіцит державного бюджету, так і сталий економічний розвиток.

Тому не викликає здивування, що практично в усіх програмах (Додаток Р) соціально-економічного розвитку центральне місце посідала стабілізація макроекономічних показників. Особливістю програми 1994 р. була необхідність забезпечення стабільності економіки у процесі реформування відносин власності, приватизації. Реформи не були доведені до кінця, адже приватизація багатьох підприємств була проведена на користь окремих осіб, наближених до влади. У пізнішій програмі «Європейський вибір. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002–2011 роки» пріоритетними були визначені такі напрями, як інституційні перетворення, стратегія макроекономічної політики, стратегія

розвитку внутрішнього ринку та реального сектору економіки, інвестиційна та структурно-інноваційна політика, стратегія доходів та основні завдання соціальної політики, зовнішньоекономічна стратегія, здійснення активної державної регіональної політики, економічна та екологічна безпека. У стратегії 2010 р. пропагувалося зниження адміністративних бар'єрів для бізнесу та модернізація податкової системи, модернізація інфраструктури тощо, хоча стратегія часів правління В. Януковича не була належним чином введена в дію. Натомість виразним було зростання видатків на соціальні цілі. Зовнішні позики, покликані модернізувати економіку, не забезпечили основи для їх повернення, але заклали міцний фундамент боргової кризи. Вагомий соціальний компонент також присутній у Програмі діяльності Кабінету Міністрів «Назустріч людям» (2005 р.). Сучасна стратегія 2015 р. передбачає відновлення макроекономічної стабільності, створення сприятливих умов для ведення господарської діяльності та прозорої податкової системи, захищеності інвестицій і приватної власності і т. ін.

Попри зазначені позитивні аспекти прописаних стратегій, їх не вдалося належним чином імплементувати через:

- 1) відсутність розгалуженої соціальної бази реформ;
- 2) непослідовність у реалізації реформ;
- 3) домінування зовнішнього впливу на впровадження реформ;
- 4) відсутність пріоритетів у реалізації реформ;
- 5) відсутність соціального і політичного діалогу в реалізації реформ;
- 6) корупцію [10].

Незважаючи на надто успішний український, досвід інших країн засвідчує позитивні результати. У більшості таких країн стабілізаційні заходи поєднувалися з регулюванням кредитного розподілу ресурсів, що в довгостроковій перспективі забезпечило якісну зміну технологічної та інституційної структури економічної системи. Так, для Південної Кореї та Тайваню було характерним, що після того, як ці країни провели успішний



перший етап імпортозаміщення, вони перейшли до політики експортозаміщення – зміни експортного набору від землемістких сільськогосподарських товарів до трудомістких товарів промислового призначення. Вони не перейшли до другого етапу імпортозаміщення, аж поки не виник брак трудових ресурсів, не зросли реальні заробітні плати та не зникли порівняльні переваги трудомістких індустрій на міжнародному ринку. Тому можна погодитися з висновком Я. Жаліла, що «якщо послідовність економічної стратегії є відповідальною за економічну стабілізацію, зростання зумовлюється реальним наповненням цієї стратегії». Якщо відмінні стратегії, як, наприклад, «шокова терапія» чи політика градуалізму, при їх послідовній реалізації можуть забезпечити платформу для економічного зростання, то порушення такої послідовності матиме протилежний результат [23, с. 80]. Критично важливими умовами залишаються вже згадувані розвиток інфраструктури та інституційно-правове поле. Хоча програма «Шляхом радикальних економічних реформ» (1994 р.) забезпечила макроекономічну стабілізацію, вона не змогла побудувати міцний інституційний фундамент для забезпечення структурної перебудови економіки, а тому не дивно, що спроби інноваційно орієнтованого зростання (Послання Президента України до Верховної Ради України «Європейський вибір: концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002–2011 роки») не увінчалися успіхом. У нестабільному економічному середовищі навіть значна підтримка інноваційного розвитку не матиме позитивних перспектив, тому треба створити умови доступу до фінансових ресурсів і стимулів інноваційного розвитку, що є вкрай важким завданням в умовах боргової кризи. Таким чином підтримання рівня боргу на безпечному рівні є першочерговим завданням.

Хоча від часу кризи заборгованості 1980-х рр. проблема скорочення державного боргу розглядалася переважно у контексті країн, що

розвиваються (Аргентина, Бразилія, Індія, Індонезія, Єгипет, Марокко, Мексика, Нігерія, Чилі тощо), то у сьогоднішньому посткризовому світі подібні труднощі постали перед промисловими країнами, насамперед Південної Європи (Греція, Іспанія, Італія, Португалія), але відповідних проблем не позбавлені також країни-лідери світової економіки, як США чи Японія. Оскільки на сьогодні країни на зразок Аргентини, Бразилії, Індії чи Чилі позбулися боргових проблем і навіть перебувають у гроні країн-перспективних рушіїв світової економіки, у першому наближенні виникає гіпотеза про придатність шляхів вирішення боргових проблем зразка 1980-х рр. країн, що розвиваються, для скорочення державного боргу промислових країн. Якщо так, то потрібно визнати доцільність стандартного рестрикційного підходу до скорочення внутрішнього попиту – це передбачає фіскальну дисципліну (передусім за допомогою зменшення урядових видатків), обмеження пропозиції грошової маси та девальвацію грошової одиниці, а також структурні зміни на користь експортного сектору.

Альтернативні підходи до скорочення державного боргу передбачають:

- розрахунок на оперативне відновлення економічного зростання внаслідок короткочасних фіскальних і монетарних стимулів, що передбачає досягнення структурного профіциту бюджету на віддалену перспективу;
- повний дефолт (це вимагає реструктуризації державного боргу);
- інфляція (інфляційні «сюрпризи» або комбінація фінансової репресії<sup>71</sup> та інфляції).

Слід зазначити, що інфляційна опція прийнятна лише для боргів, номінованих у національній валюті. Оскільки окремі методи скорочення

---

<sup>71</sup> Термін «фінансова репресія» був введений у наукову літературу в 1973 р. Пізніше він почав використовуватися для опису фінансових систем ринків, що розвиваються, перед поширенням фінансової лібералізації, яка почалася в 1980-х рр. Однак фінансова репресія була нормою для розвинутих країн протягом Другої світової війни і впродовж 1980-х рр. Термін позначає ситуацію, коли урядова політика вводить відповідні обмеження на фінансових ринках. Перелік таких заходів довгий, деякими є: введення верхньої межі відсоткової ставки, керовані позики, контроль за потоками капіталу тощо.

державного боргу не обов'язково взаємовиключні, історичний досвід демонструє поєднання двох або більше інструментів.

Якщо у США далі сподіваються на оптимістичний варіант швидкого відновлення економічного зростання, що небезпідставно, то у проблемних країнах Південної Європи дедалі більшої ваги набуває перший (рестрикційний) варіант. Так, нещодавно урядом Італії прийнято трирічний план досягнення профіциту бюджету. Передбачалося, що досягнення збалансованого бюджету до 2013 р. і структурного профіциту бюджету у наступному 2014 р. дозволить скоротити сукупний урядовий борг до 113 % від ВВП.

Якщо немає переконливого зростання ВВП, а вартість запозичень зростає, це ставить під сумнів платоспроможність держави. Відповідно погіршуються кредитні рейтинги, а це створює загрозу лавиноподібного підвищення вартості обслуговування державного боргу. Небезпеку такого розвитку подій ілюструють дві балканські країни – Сербія і Словенія, де державний борг подвоївся за останні кілька років. Але якщо Сербія не належала до надто надійних країн, то Словенія упродовж багатьох років вважалася «зіркою» економічних реформ. На початку 2009 р. країна ввела в обіг євро, але кризові явища погіршили фінансовий стан багатьох словенських підприємств – клієнтів місцевих державних банків. Виникла потреба в порятунку банківської системи. На сьогодні проблемні борги становлять до 20 % банківських активів, що передбачає подальше рефінансування за допомогою бюджету. Ситуацію погіршило підвищення дохідності урядових облігацій до 6,5 % річних, що зумовлює збільшення вартості обслуговування державного боргу, яке досягло піку у серпні 2012 р., однак станом на кінець 2015 р. вдалося знизити їх вартість до 1,6 %. Якщо вартість урядових запозичень зросте до 7 % річних (ця дохідність вважається такою, що унеможлиблює самостійне обслуговування державного боргу), доведеться звертатися по допомогу до країн-членів ЄС [321].

Не виключено, що словенський уряд буде змушений використати сербський досвід антикризової політики. На початку жовтня 2013 р. у Сербії було оголошено програму економії бюджетних коштів вартістю 1,6 млрд євро, що мала на меті зменшити дефіцит бюджету з 6,5 % до 2 % від ВВП. Вона включала: підвищення ставки ВВП на продукти харчування з 8 % до 10 %, зменшення заробітної плати держслужбовців, обмеження дотацій для нерентабельних державних підприємств, посилення боротьби з «тіньовою» економікою, підвищення пенсійного віку для жінок з 60 до 63 років [129].

На такому тлі набувають переконливості припущення окремих вітчизняних економістів, що граничне значення державного боргу для країн, які розвиваються, є набагато нижчим, ніж для промислових країн. Наприклад, Т. Богдан вважає, що вітчизняний ліміт державного і гарантованого державою боргу доцільно знизити до 40 % від ВВП [7]. Пояснення полягає у тому, що в економіках з недостатньою диверсифікацією підвищену вразливість до нестабільності потоків капіталу створюють нижчі заощадження та менш розвинені фінансові ринки. Подібно, О. Молдаван припускає, що надмірне зростання державного боргу створює тиск на стабільність бюджету, призводить до звуження фінансових ресурсів майбутніх поколінь і погіршення інвестиційного процесу [52].

Іншим яскравим історичним прикладом служить досвід Бразилії, де часто вдавалися до штучних механізмів скорочення державного боргу. Відсоткові ставки у Бразилії значно вищі, ніж зазвичай у промислових країнах, а її чутливість до зовнішніх шоків зросла після монетарної реформи (1994 р.), і, хоча мінливість відсоткових ставок зменшилася після прийняття плаваючого обмінного курсу, реальні відсоткові ставки залишалися високими. Лише наприкінці 1998 р. Бразилія перейшла до стратегії фіскального профіциту, намагаючись контролювати динаміку державного боргу. Згодом пріоритетом уряду став структурний профіцит бюджету для скорочення рівня державного боргу до ВВП. Слід відзначити, що для країн,

які розвиваються, це цілком правильний підхід. Як і багато інших країн, що розвиваються, Бразилія страждає від «боргової нетолерантності», що передбачає відсутність тих інструментів управління державним боргом, які є у промислових країн<sup>72</sup>.

Перші спроби досягнення профіциту бюджету траплялися в 1980–1990-х рр., але ніколи не були тривалими і не мали на меті стабілізацію рівня державного боргу до ВВП. Ситуація змінилася після чергової валютної кризи (січень 1999 р.), коли було визначено чіткіші правила фіскальної політики. Держава і муніципалітети підписали договір про реструктуризацію боргів та умови запровадження нового Закону «Про фіскальну відповідальність». Державні банки були ліквідовані або приватизовані, забезпечено жорсткіший контроль за компаніями державного сектору, а надходження від федеральних податків істотно зросли. Спершу профіцит бюджету сягав 2 % від ВВП, але у 2003 р. зріс аж до 3 % від ВВП. Проте навіть такий значний профіцит бюджету не знизив премії за ризик для бразильського суверенного боргу, яка зросла з виникненням аргентинської кризи (2001 р.) і навіть ще більше через непевність щодо президентських виборів у 2002 р. [230].

Доцільність скорочення дефіциту бюджету на довгострокову перспективу аж ніяк не означає поспішності у цьому питанні, адже за надмірного зменшення урядових видатків або підвищення податків виникає загроза сповільнення динаміки ВВП, що лише погіршить співвідношення «державний борг/ВВП». Як зауважують Г. Вольсвйк і Д. де Хаан [368], практично управління державним боргом передбачає балансування активів і зобов'язань та вибір оптимального співвідношення між коштами запозичень і ризиком. Одним зі стандартних рішень є підвищення тривалості боргових зобов'язань. Наприклад, у Франції – це 5 років, а в Італії – 7 років, що додає

---

<sup>72</sup>Хоча економічна теорія не передбачає чіткого визначення оптимального рівня державного боргу (% від ВВП), вважається, що цей показник має бути меншим для країн, що розвиваються, ніж для індустріальних країн; рівень боргу, який сягає 60 % від ВВП для країн, що розвиваються, виглядає небезпечно високим, а 30–40% – набагато кращий.

певності, навіть попри на третину вищий державний борг. З іншого боку, частка короткочасного боргу з терміном погашення менше п'яти років у Румунії, Іспанії та Польщі перебуває у межах 27–29 %, що підвищує вразливість до несприятливих подій на фінансовому ринку. У Нідерландах додатковим орієнтиром слугує вартість обслуговування державного боргу – не вище 9 % бюджетних надходжень.

С. Чаттерджі та Б. Ейгунгор зауважують, що довгостроковий борг є кращим на випадок спаду виробництва, але для економіки з браком довіри до урядової політики вища вартість обслуговування такого боргу домінує [176]. Попри це, довгостроковий борг зберігає переваги в разі труднощів з рефінансуванням короткочасних боргових зобов'язань. На прикладі Аргентини показано, що надмірний державний борг може посилювати циклічність приватного споживання і торговельного балансу, а це послаблює кореляцію обох показників з доходом.

Традиційно управління державним боргом передбачає визначення лімітів на збільшення обсягів заборгованості державного сектору, використання структури боргу для мінімізації несприятливих шоків, формування резервних фондів і буферів ліквідності, розширення бази інвесторів у державні цінні папери. Наприклад, у 2011 р. Т. Богдан [7] пропонувала для України обмежити обсяг державних запозичень на рівні 40 % від ВВП, а частку боргу в національній валюті збільшити до 50 % (з 36,2 %). З врахуванням досвіду 2007–2009 рр. рекомендувалося підвищити ступінь гнучкості макроекономічної політики, розширити ємність фінансового ринку та зробити стабільнішою базу інвесторів. Пропонувалося уникати запозичень у російських рублях (з міркувань майбутнього зміцнення цієї грошової одиниці), а також використання боргових інструментів з плаваючою ставкою (їхній обсяг не мав перевищувати 20 %). Оскільки вартість обслуговування державного зовнішнього боргу вже тоді видавалася надмірною (у 2013 р. треба було виплатити іноземним позичальникам

5,1 млрд дол. США, а 5,6 млрд дол. США – за кредитами МВФ), пропонувалося обмежити частку рефінансування боргу на рівні 15 %, натомість вжити заходів щодо скорочення сумарного боргу.

Для України пропонується підтримувати середньозважений термін погашення державного боргу на рівні не нижче 5 років [7]. Це цілком логічно, але такі орієнтири можуть бути недосяжними для країни, що має набагато нижчий рівень довіри, ніж Франція.

Оскільки збільшення державного боргу зазвичай супроводжується погіршенням часової структури та підвищенням суми урядових запозичень, практичний висновок для зміни ситуації на протилежну досить прозорий: необхідно знижувати рівень запозичень державного сектору. Передусім це стосується зовнішніх запозичень, але так само потрібно зменшити обсяги внутрішніх запозичень, адже на тлі зростання державної заборгованості неможливо досягти підвищення довіри серед зарубіжних інвесторів.

Враховуючи обмежені можливості доступу на світовий фінансовий ринок головним завданням для країн з невисоким кредитним рейтингом видається стабілізація дефіциту бюджету на невисокому рівні або, ще краще, досягнення профіциту бюджету<sup>73</sup>, як це відбувалося у Бразилії на початку 2000-х рр. Як зауважують експерти МВФ, скорочення державного боргу з неминучістю передбачає досягнення операційного (без урахування вартості обслуговування державного боргу) профіциту бюджету [372, с. 106]. Відповідну політику необхідно підтримати збільшенням пропозиції грошової маси (у реальному вимірі) і зниженням відсоткової ставки. Таке можливо, якщо поліпшення сальдо бюджету трансформуватиметься у пропорційне поліпшення сальдо поточного рахунку.

---

<sup>73</sup> Меморандум про економічну та фінансову політику з МВФ передбачає, що у 2016 р. Дефіцит державного бюджету в Україні не має перевищити 3,75 % ВВП, а в середньостроковій перспективі необхідно досягти первинний профіцит сектору загальнодержавного управління на рівні 1,6 % ВВП.

На прикладі вирішення подібних завдань в інших країнах неважко переконатися, що більший ефект мають заходи довгострокового (структурного) обмеження неефективних урядових видатків, а також пенсійна реформа. Усвідомлення такого факту не бракує в Україні [62, с. 40], але до сьогодні бракує конкретних рішучих дій, хоча вагомі кроки у правильному напрямі в 2014–2015 рр. таки зроблено. Головним слід вважати подолання дефіциту НАК «Нафтогазу України», який за січень-вересень 2015 р. вперше за десять років показав беззбиткову діяльність. Не менший сприятливий вплив очікується від приведення житлово-комунальних тарифів у відповідність з ринковою вартістю відповідних послуг, включно з вартістю природного газу.

Потрібно зауважити, що перелічені заходи реалізуються у вкрай несприятливій внутрішній і зовнішній ситуації. Проте це може мати власні переваги. Як зауважив нещодавно відомий економіст В. Пинзеник, коли у 2000 р. Україна пережила перший технічний дефолт, виявилось, що можна мати профіцит бюджету [60]. Таке відбулося тоді, коли українському уряду вперше повідомили про можливу відмову у наданні коштів. Оскільки зараз подібна ситуація, зміни в економічній ситуації мають бути аналогічними.

Окремі економісти законодавчо пропонують поетапно обмежити рівень видатків на рівні 35 % від ВВП, що менше від нинішнього значення – 45 % від ВВП [22].

Кілька напрямів скорочення урядових видатків видаються нескладними для практичного виконання:

- *Державне управління.* Зі слів народного депутата Леоніда Козаченка, лише з корупцією в Україні борються 36 тис. чиновників, а ситуація так і не поліпшується.
- *Освіта.* Державне фінансування потрібно обмежити певною кількістю ваучерів для найздібнішої молоді, та й то лише для технічних (окрім програмування) і фундаментальних напрямів, які відрізняються



високою затратністю навчального процесу. Усі інші напрями потрібно перевести на платну основу і не перейматися «виживанням» тих чи інших вишів або колективів.

- *Охорона здоров'я.* Скороченню урядових видатків і підвищенню ефективності цієї сфери сприятиме перехід до системи страхової медицини, про що в Україні неодноразово анонсувалося, але так і не було реалізовано.

- *Субсидії.* Підтримка малозабезпечених прошарків населення повинна мати адресний характер і залежати від оцінки фінансового та майнового стану. Потрібен єдиний реєстр пільговиків.

На прикладі Бразилії можна переконатися, що вирішення проблеми зменшення державного боргу не виключає можливостей соціальної підтримки найбільш вразливих громадян. Запроваджена у 2005 р. програма *Volsa Família* вважається одним з ефективних способів подолання бідності у спосіб, який не перешкоджає економічному зростанню.

Якщо орієнтуватися на досвід країн, що перебували у подібних умовах і реалізовували амбітні програми скорочення державного боргу, перелік необхідних кроків виглядає таким:

- *Скасування пільг зі сплати ПДВ для аграрного сектору.* Така пільга є анахронічною і не відбиває сучасних реалій. Також можна запровадити вищі ставки ПДВ на окремі товари не першої необхідності або шкідливі для здоров'я. Наприклад, у багатьох скандинавських країнах таким чином оподатковано продукти з підвищеним вмістом харчових жирів.

- *Ліквідація єдиного податку для багатьох категорій працівників.* Спрощена система оподаткування та звітності для малого бізнесу не має стосуватися працівників сфери інформаційних технологій (ІТ) чи персоналу мереж супермаркетів.

- *Оподаткування майна.* Такий захід неодноразово пропонувався для України, зокрема В. Шевчуком [81, с.125–126], однак його так і не реалізовано в максимально ефективному варіанті. Після відповідних змін у

законодавстві зразка 2014 р. оподаткування вітчизняної нерухомості запроваджено у такому вигляді, який лише компрометує ідею податку на нерухомість, оскільки за базу оподаткування приймається площа об'єкта нерухомості, а не його ринкова вартість. Прогресивний податок на нерухомість зі ставкою від 1 % до 4 % від ринкової вартості може бути серйозним компенсатором для програми зменшення податкового тиску. Наприклад, у 2015 р. такий податок на нерухомість запроваджено на Кіпрі, який з 2013 р. вирішує подібні проблеми обслуговування надмірного державного боргу та відновлення економічного зростання. Додаткові надходження можна отримати від оподаткування предметів розкоші, наприклад, автомобілів вартістю понад 25 тис дол. США.

- *«Ущільнення» імпорту.* Експерти ОЕСР вважають, що в Україні лише 50 % митних платежів потрапляють у бюджет, а решту отримують тіньові посередники, які забезпечують оперативне і безпроблемне розмитнення імпортованих товарів [108, с. 78]. Річний обсяг корупційного ринку в митному секторі України оцінюється на рівні понад 40 млрд грн (або близько 1,7 млрд дол. США).

- *Рішуча детінізація окремих видів діяльності.* Колишній міністр соціальної політики Павло Розенко посилається на експертні оцінки, що в тіньовому секторі «у конвертах» виплачується 200–300 млрд грн, що можна порівняти з офіційним фондом оплати праці – близько 500 млрд грн [57]. З цією метою потрібні рішучі дії правоохоронних органів, але найголовніше – встановлення касових апаратів у роздрібній торгівлі та міському транспорті. Також потрібен контроль житлового будівництва.

Забезпечення подолання дефіциту бюджету в таких умовах є першочерговим завданням. А. Аслунд [2] вважає, що опір збільшенню податкових надходжень чинять три потужні групи, які мають впливове лобі у Верховній Раді: великий бізнес, аграрії та високооплачувані професіонали, які працюють на спрощеній системі оподаткування. Водночас вартує уваги,

що навіть за умови сприятливої зовнішньої кон'юнктури для зниження державного боргу потрібен час.

Загалом у післякризовий період оптимальний рівень дефіциту бюджету залежить від кореляції між інфляцією, відсотковою ставкою та зростанням ВВП. Якщо поліпшення сальдо бюджету веде до зниження відсоткової ставки та підвищення міжнародних рейтингів, що дозволяє дешевші зовнішні запозичення або підвищує інтерес нерезидентів до боргових зобов'язань у національній грошовій одиниці, то цей крок не варто відкладати в часі. Гальмування інфляції стає корисним лише тоді, коли супроводжується зниженням відсоткової ставки та зростанням ВВП. Інакше поміркована інфляція стає бажаною як засіб зниження вартості боргових зобов'язань.

Для України важливо, що вища інфляція знижує вартість боргового варанта. Інфляція може мати вплив на борг через два основні канали: 1) непередбачуваного підвищення цін і 2) у поєднанні з фінансовою репресією. Є і третій канал – через зміни в ринковій вартості боргу, але він має другорядне значення. Яскравим прикладом скорочення заборгованості з використанням інфляційного ефекту слугує Аргентина. На початку 2000-х рр. лише 36 % сумарного боргу Аргентини (132 млрд дол. США) було номіновано в песо [204]. У 2002 р. аргентинський уряд оголосив дефолт за зовнішніми борговими зобов'язаннями, а разом з тим конвертував валютні боргові зобов'язання у місцеву грошову одиницю – песо, яке було девальвовано майже на 60 %.

Слід відзначити, що інфляція як засіб зменшення державного боргу найбільш ефективна тоді, коли відсоткові ставки не реагують на прискорення цінової динаміки або відповідні інфляційні очікування.

Така відсутність зв'язку між номінальними відсотковими ставками та інфляцією існує за кількох умов:

1) відсоткові ставки встановлюються адміністративно або за умови обмежень фінансового ринку (фінансова репресія);

2) урядовий борг має довгостроковий характер, тож у короткочасному періоді нові фінансові потреби не виникають;

3) державний борг повністю (або майже повністю) погашається упродовж одного інфляційного «сюрпризу»<sup>74</sup>.

Наприклад, вважається, що нинішній борг у США може спровокувати інфляцію у 5 %, що дасть змогу протягом наступних років суттєво скоротити державну заборгованість [96]. Враховуючи близьку перспективу відмови від заходів монетарного стимулювання економіки в США та інших промислових країнах, видається важливим висновок Г. Камінські і С. Шмуклера [263], що країни з нижчими рейтингами вразливіші до зміни вартості кредитних ресурсів на світових фінансових ринках, а тому мають зменшити потребу в запозиченнях державного сектору на світових фінансових ринках. Додатково від стабілізації урядових видатків можна очікувати міжчасового згладжування податкових платежів, що становить одну з переваг стратегії державних запозичень.

Однією з основних цілей фінансової репресії є утримання номінальних відсоткових ставок на якомога нижчому рівні. Цей ефект за інших рівних умов обмежує урядові відсоткові платежі за певну суму боргу і сприяє скороченню дефіциту. Але коли фінансова репресія призводить до негативних реальних відсоткових ставок, це скорочує або навіть ліквідує наявні борги. Так, важливим фактором різкого зниження рівня державного боргу США між 1945 та 1975 рр. є те, що темп зростання ВВП перевищив показник дохідності урядових облігацій. Податок як інструмент фінансового тиску має деякі цікаві політико-економічні переваги. Рівень репресійного податку визначається фінансовим регулюванням та інфляційною поведінкою.

К. М. Рейнхарт і М. Б. Сбранція продемонстрували, що в 1945–1980-х рр. для США і Великобританії щорічна ліквідація боргу через негативні

---

<sup>74</sup> Умова 2) не задовольняється ані для США, ані для Європи через намагання ліквідувати борг з одним інфляційним «сюрпризом», ризикуючи втратити довіру до центральних банків. Тому залишається лише варіант 1).

реальні відсоткові ставки становила від 3 % до 4 % за рік. Таким чином, упродовж декади скорочення державного боргу становило від 30 % до 40 %. Для Австралії та Італії, де спостерігалася висока інфляція, ліквідація боргу була навіть більшою (5 % на рік). Цікаво, що сумарний інфляційний ефект щодо скорочення заборгованості для Аргентини був таким же, як і для США попри те, що середні реальні відсоткові ставки сягали приблизно – 3,5 % у США та – 16 % в Аргентині протягом 1945–1980-х рр. [337]. Оскільки скорочення дефіциту зазвичай передбачає надзвичайно непопулярні скорочення видатків і/або зростання податків у тому чи іншому вигляді, інфляційний податок при певному адміністративному контролі відсоткової ставки може бути більш прийнятною альтернативою за умов значного боргу.

В економіці зі значним зовнішнім боргом у приватному і державному секторах велике значення має зменшення приватного боргу. Нещодавні емпіричні дослідження показують, що надмірний приватний борг має набагато гірший вплив на динаміку ВВП, ніж заборгованість державного сектору [193]. Щобільше, збільшення державного боргу є негативним чинником економічного зростання лише тоді, коли спостерігається на тлі високої заборгованості фізичних і юридичних осіб. Деструктивний вплив заборгованості домашніх господарств стає відчутним передусім після «буму» споживчого кредитування, коли вагомо зменшується приватне споживання. Водночас приватні фірми уникають інвестування, а натомість зосереджуються на консолідації власних балансів і сплаті раніше отриманих позик. Оскільки банки втрачають капітал внаслідок списання втрат від ризикових позик, зменшуються обсяги кредитування. Ці ефекти мають схильність до взаємного підсилення, що погіршує перспективу економічного зростання, а це не сприяє вирішенню проблем державного боргу.

Одним з прикладів слугує Італія. Хоча в цій країні заборгованість корпоративного сектору є нижчою від середнього значення у ЄС, а заборгованість домашніх господарств є мінімальною, складне фінансове

становище малих і середніх підприємств не дозволяє сподіватися на близьке відновлення докризового темпу зростання ВВП. Близько 30 % корпоративної заборгованості припадає на фірми, у яких отриманий дохід є меншим від платежів з обслуговування власного боргу. В Іспанії та Португалії таких фірм ще більше – відповідно, 40 % і 50 %, тоді як у Франції та Німеччині цей показник становить лише 10 % [193].

Стагнація інвестицій за умови достатніх інвестиційних ресурсів у корпоративному секторі справді схиляє до запровадження програм зниження податкового тиску як засобу вирішення боргових проблеми (з певним часовим лагом), однак потрібно врахувати, що такі податкові реформи не мають супроводжуватися збільшенням дефіциту бюджету, адже в такому разі поява очікувань інфляції та девальвації грошової одиниці становить не меншу загрозу для інвестиційної діяльності, ніж власне високі податки. Тим більше, це стосується доларизованої економіки з залежністю сукупної пропозиції від реального обмінного курсу та грошової маси. Якщо інфляційно-девальваційні ризики достатньо високі, доречно зосередитися на проблемах адміністрування податків та загальної лібералізації економічного середовища.

Виглядають цілком обґрунтованими зауваження заступника голови НБУ Д. Сологуба, що шанси на те, що кардинальне зниження податкових ставок забезпечить суттєву детінізацію та збільшення бази оподаткування, досить незначні та не мають бути визначальними при реформуванні державних фінансів. Популістська податкова реформа може завадити досягненню важливішої цілі – збалансування державного бюджету<sup>75</sup>. Замість наполягання на негайному зниженні податкових ставок доречніше зосередитися на заходах щодо покращення бізнес-клімату, а отже, стійкого зростання економіки [68].

Прикладом може слугувати Грузія, де зниження податкового навантаження супроводжувалось знищенням корупції в судовій і

---

<sup>75</sup> За окремими оцінками, максимальний негативний ефект від податкової реформи може сягнути 10 % ВВП або близько 200 млрд грн.

правоохоронній системах. Якщо довіри до правоохоронців немає, а співвідношення ризику санкцій за несплату податків до витрат на чесну їх сплату залишається низьким, то навіть радикальне зниження ставок податків не змусить бізнес виходити з тіні. Грузинський феномен, коли навіть кур'єри інтернет-магазинів при доставці не забувають взяти з собою портативний касовий апарат, пояснюється не так свідомістю, як високими і невідворотними штрафами.

В економіці з високим державним боргом пенсійна реформа не має обмежуватися механічним збільшенням надходжень, але й передбачати розвиток фінансового ринку. Достатньо глибокий і диверсифікований фінансовий ринок забезпечує кращі можливості для фінансування державного боргу, зокрема за рахунок розширення кількості боргових інструментів, і дозволяє позбутися декількох серйозних обмежень. Наприклад, з початку 1990-х рр. комерційні банки Південної Кореї позичали кошти за кордоном, щоб інвестувати в облігації корейського уряду. Коли в регіоні виникли кризові явища 1997–1998 рр., девальвація грошової одиниці істотно погіршила фінансовий стан корейських банків, тож уряд був змушений вдатися до порятунку найбільших з них.

Певний ефект можна досягти за допомогою поліпшення роботи казначейських структур. Як зазначають М. Песоа та М. Вільямс [327], кризові явища 2008–2009 рр. прискорили відмову від традиційної моделі, коли казначейство пасивно керує фінансовими потоками уряду, а центральний банк поєднує функції визначення монетарних цілей і фіскального агента уряду. Це мало відразу кілька вагомих недоліків: 1) надлишкова ліквідність на урядових рахунках; 2) підвищена короткочасна нестабільність грошового ринку; 3) розширення грошової бази на випадок фінансування дефіциту бюджету (це зазвичай сприймається ознакою грошової емісії і провокує інфляційні очікування). На сьогодні більше переваг створює тенденція до чіткішого розподілу ролей, коли

розширюються повноваження казначейства щодо розпорядження урядовими коштами, а центральний банк передає функції фіскального агента комерційним банкам (на конкурентних засадах).

Як стверджує Г. Вілер [367], важливо не лише уникати надлишку готівки на рахунках державних структур, але й своєчасно реагувати на урядові операції засобами монетарної політики. За умови проблем з обслуговуванням державного боргу більшого значення набувають процедури моніторингу і контролю видатків, а також прогнозу податкових надходжень (у місячному чи навіть тижневому розрізі). Надалі порівняння прогнозних і фактичних даних дозволяє аналізувати поточну діяльність казначейства. Важливо, щоб операції на рахунках державних структур були відокремленими від монетарної політики центрального банку. Зокрема, обсяги операцій відкритого ринку мають відповідати прогнозам руху коштів на рахунках казначейства, адже будь-які відхилення можуть інтерпретуватися як ознака змін у монетарній політиці. Якщо надходження готівки на рахунки державних структур перевищують певний середній рівень, це має нейтралізуватися центральним банком за допомогою продажу власних депозитних сертифікатів або ще краще – урядових облігацій. У разі підвищених виплат з рахунків державних установ необхідні дії, скеровані на вилучення з обігу надлишку грошової маси.

Для конкретних українських умов можна погодитися, що кращій координації зусиль Міністерства фінансів і НБУ у царині узгодження боргових і грошово-кредитних важелів сприятиме максимальне скорочення операцій з депозитними сертифікатами НБУ з їх подальшою відміною для налагодження повноцінного функціонування ринку внутрішніх боргових зобов'язань уряду [7].

Реструктуризація зовнішнього боргу традиційно вважається одним з методів врегулювання криз платіжного балансу і стабілізації фінансового стану позичальників. Послідовна і зважена реструктуризація боргових



зобов'язань відповідає інтересам як кредиторів, так і позичальників: кредитори будь-що намагаються уникнути збитків, пов'язаних з дефолтом позичальника, а позичальник не має стимулів на кілька років втрачати доступ до зовнішнього фінансування.

Світовий досвід має різні варіанти реструктуризації заборгованості, яка утворюється залежно від договірних домовленостей між кредиторами і позичальниками капіталу. Серед них вирізняються: списання боргу, викуп боргу, сек'юритизація боргу (securities – цінні папери); різні свопи (swap – обмін, угода): борг/борг, борг/акції, борг/ресурси.

Так, проблема високих боргів після Першої світової війни і пізніших боргів, які стали результатом Великої депресії 1930-х рр., була вирішена за допомогою дефолту та реструктуризації. Ані економічне зростання, ані інфляція не відіграли значної ролі, оскільки перше сягало 0,4 %, а реальні відсоткові ставки залишалися високими протягом 1930–1939 рр. Слід зазначити, що протягом існування золотого стандарту інфляція не могла слугувати інструментом скорочення заборгованості.

Щобільше, історія показує, що скорочення боргу через боргову реструктуризацію стійкіше і має менше побічних ефектів. За умов галопуючої інфляції, спровокованої урядовими заходами, існує великий ризик виникнення структурної дестабілізації обмінного курсу, що, як нами доведено теоретично і емпірично (розділ 2), може мати більш деструктивні наслідки, ніж власне обслуговування державного боргу.

Необхідність інституційних рішень звично обґрунтовується доларизацією економіки та обмеженими можливостями фіскальної і монетарної політики [61]. Пріоритетними називаються зменшення рівня доларизації та розвиток внутрішнього боргового ринку. За підтримки податковою реформою та політикою таргетування інфляції це дозволить досягти цінової стабільності й довіри до грошової одиниці.

З огляду на зазначене, на нашу думку, доречно, окрім вже згадуваної необхідності провадження політики поповнення державного бюджету без пригнічення економічної діяльності в Україні, виділити ще такі напрями для забезпечення економічного зростання і розвитку – формування сприятливого макроекономічного середовища та обмеження додаткових державних зовнішніх запозичень, реформування різних галузей народного господарства.

Формування сприятливого макроекономічного середовища, покликаного приваблювати ПІІ, зможе забезпечуватись за наявності:

- заходів, спрямованих на детінізацію економіки;
- капітальних інвестицій в інфраструктуру;
- міцного правового поля;
- здорових інституційних засад як на рівні держави, так і на мікрорівні;
- спрощення та/або ліквідації адміністративних бар'єрів для бізнесу;
- використання механізмів ДПП для стимулювання розвитку таких капіталоемних сфер української економіки, як фармацевтика, медицина, агросектор, ІТ. Перспективними напрямками найближчим часом можуть стати поновлювальна та альтернативна енергія;
- забезпечення охорони інтелектуальної власності;
- кооперації науки, виробництва, держави тощо.

Реформування різних галузей народного господарства покликане модернізувати не лише матеріальну сферу, але і ментальну – вибудувати у свідомості українців господарський тип мислення та усвідомлення відповідальності за власний добробут. Це можна здійснити шляхом підвищення кваліфікації кадрів у розвинутих країнах, наслідування вже апробованих підходів до управління народним господарством. Такий підхід має назву «навчання в процесі виконання» (англ. learning by doing).

Підсумовуючи викладений матеріал, подолання кризових явищ 2008–2009 рр. супроводжувалося збільшенням державного боргу практично всіх

країн світу. На найближчі роки головну загрозу становлять тривалий спад виробництва і зростання вартості обслуговування державних боргових зобов'язань, що може створити труднощі на зразок відомих «проблемних» країн Південної Європи. Хоча порівняно невисокий (за мірками промислових країн) рівень державного боргу країн ЦСЄ і СНД не викликає особливих побоювань, це не може вважатися аргументом на користь подальшої акумуляції державного боргу з міркувань повільного відновлення динаміки ВВП, підвищення відсоткової ставки та погіршення кредитних рейтингів. Для країн з обмеженими можливостями доступу на світовий фінансовий ринок і невисоким кредитним рейтингом стає необхідною стабілізація дефіциту бюджету, яку слід підтримати збільшенням пропозиції грошової маси і зниженням відсоткової ставки. У післякризовому середовищі посилюються аргументи на користь розширення повноважень Казначейства щодо розпорядження урядовими коштами, тоді як центральний банк має зосередитися на підтримці фіскальної політики засобами монетарної політики.

### **Висновки до розділу 3**

З середини 2000-х рр. в Україні повторено стандартний сценарій боргових криз, коли стрімке збільшення заборгованості банківського і корпоративного секторів спочатку супроводжується інфляційним «перегрівом» економіки і погіршенням сальдо поточного рахунку, а надалі провокує виникнення гострої кризи платіжного балансу, що призводить до заміщення приватного боргу суверенними запозиченнями (це відбувається на тлі надмірних державних гарантій і переважно короткочасного характеру запозичень приватного сектору).

Надмірний зовнішній борг підвищує вразливість до таких несприятливих зовнішніх умов, як висока волатильність умов торгівлі та короткочасні відсоткові ставки, ендогенність премії за ризик і «раптові

зупинки» приватних потоків капіталу. Передусім це стосується країн з низьким рівнем валютних резервів і невисокою довірою інвесторів.

На українському ґрунті простежуються кілька закономірностей щодо управління зовнішнім боргом державного і приватного секторів: недоцільність споживчого кредитування за допомогою іноземних запозичень, необхідність уникати надмірного зростання цін на ринках окремих активів, як, наприклад, ринок нерухомості, доцільність обмеженого адміністративного контролю потоків капіталу, доречність фіскальної дисципліни як засобу зниження відсоткової ставки та полегшення тягара обслуговування державного боргу.

У доларизованій економіці висока частка валютних позик у кредитному портфелі містить подвійний ризик від балансового ефекту та погіршення кредитоспроможності приватних позичальників. За таких умов виразне поліпшення сальдо бюджету може бути кращою реакцією на вплив капіталу, ніж акомодатійне зменшення валютних резервів.

Отримані емпіричні результати показують, що наслідком зменшення зовнішніх запозичень у банківському і корпоративному секторах є збільшення державного зовнішнього боргу. Для зменшення обсягів сукупного зовнішнього боргу необхідно починати з банківського сектору, що відразу ж відчутно обмежить запозичення корпоративного сектору. При зменшенні банківського боргу кореспондуюче зменшення корпоративного боргу очікується менш відчутним. В обох випадках не вдасться уникнути супутнього збільшення державного зовнішнього боргу. Якщо починати зі зменшення державного боргу, певні труднощі становитиме супутнє збільшення зовнішньої заборгованості банківського і корпоративного секторів.

Проведена восени 2015 р. реструктуризація українського державного зовнішнього боргу створює вагомі переваги з погляду зниження боргового навантаження у 2016–2018 рр., стабілізації обмінного курсу, поліпшення умов для контролю грошової маси та інших міркувань, але містить значні

довгострокові ризики на випадок прискореного економічного зростання в 2021–2040 рр., передусім у контексті зміцнення грошової одиниці стосовно паритету купівельної спроможності. Зроблені розрахунки показують, що у разі поміркованого відновлювального економічного зростання на зразок Польщі чи Аргентини щорічні платежі в 2025–2030 рр. можуть перевищувати 2 млрд дол. США. При цьому загальна вартість становитиме в оптимістичному варіанті відповідно 5,9 і 4,6 млрд дол. США, а в песимістичному – 24,5 і 14,7 млрд дол. США. «Турецький» сценарій економічного зростання передбачає зміщення виплат на 2030–2040 рр., але сумарні кошти боргового варанта стають порівняльними зі зростанням за «польським» сценарієм.

На випадок надзвичайно успішного економічного зростання на зразок країни Чилі, яку вважають зразком ліберальних економічних реформ, сумарні виплати зростають у межах від 22 млрд дол. США (оптимістичний варіант) до 84 млрд дол. США (песимістичний варіант), що з певністю вимагатиме або перегляду умов боргового варанта, або викупу власних боргових зобов'язань українським урядом у період 2020–2027 рр. Однак, не варто сподіватися на надто високий темп післякризового економічного зростання в 2016–2020 рр., адже така особливість не притаманна країнам колишнього Радянського Союзу. У ширшому аналітичному контексті для конкретних умов української економіки зменшення державного зовнішнього боргу потрібно не лише з погляду ймовірно високої вартості боргового варанта, але й для підвищення довіри до економіки та зниження вартості кредитних ресурсів.

Основні положення цього розділу опубліковано в [304; 38; 42; 36; 37; 41; 43].

## ВИСНОВКИ

У дисертації узагальнено теоретично та досліджено емпірично ефекти державної зовнішньої заборгованості, проведено систематизацію відповідних теоретичних моделей, оцінено переваги та недоліки проведеної восени 2015 р. реструктуризації частини державного зовнішнього боргу України. Результати проведеного дослідження дали змогу сформулювати такі висновки:

Досвід країн не заперечує, що державний борг може збільшувати приватні інвестиції, згладжувати споживчі витрати, допомагати консолідації результатів фінансової стабілізації, але надмірні обсяги суверенного боргу можуть мати низку негативних наслідків: фінансова дестабілізація, надмірна девальвація грошової одиниці, прискорення інфляції, зниження рівня добробуту населення та інвестиційної активності підприємницького сектору. Як показує досвід Південної Кореї та інших азійських «тигрів», для подолання пастки середнього рівня доходу важливо використати суверенні запозичення для зміцнення підйому інноваційної діяльності, а на цій основі – розвитку конкурентного експортного сектору. Принциповий недолік невдалої стратегії суверенних запозичень у країнах Латинської Америки полягав у тому, що отримані кошти використовувалися переважно для заміщення імпорту і не сприяли збільшенню обсягів технологічного експорту.

2. Економісти класичної школи вважали вибір між боргом і податками несуттєвим у визначенні рівня інфляції, адже за умови «витіснення» приватних інвестицій очікуваного зростання додаткового попиту не відбувалося. У канонічному кейнсіанському підході дефіцит бюджету має суттєвий прямий вплив на погіршення поточного рахунку, але проблема супутньої акумуляції державного боргу теж практично не аналізувалася. Теоретичні моделі неокласичного і некейнсіанського спрямування передбачають можливість різних ефектів від збільшення державного боргу – експансійного, рестрикційного чи нейтрального – залежно від типу

споживачів, дотримання тотожності Рікардо, впливу на виробничу функцію чи досягнутого рівня боргу.

3. Ключовим для розуміння відмінного впливу суверенних запозичень у промислових країнах та країнах, що розвиваються, є поведінка платіжного балансу і обмінного курсу. Якщо запозичення державного сектору використовуються для збільшення державних інвестицій, це сприяє економічному зростанню та кореспондуючому збільшенню заощаджень, що, в свою чергу, поліпшує сальдо поточного рахунку. З іншого боку, використання державних запозичень переважно для збільшення приватного споживання призводить до збільшення попиту на імпорт і погіршення сальдо торговельного балансу, що надалі вимагає скорочення видатків урядового і приватного секторів як необхідних елементів поліпшення сальдо поточного рахунку.

4. У роботі показана виражена асиметрія коротко- і довгострокових ефектів державного боргу на прикладі найбільших країн Латинської Америки в 1960–1980-х рр. та США і країнах ЄС в 2008–2010 рр. Структурними особливостями Аргентини, Бразилії і Мексики, що істотно підсилили чутливість економік до кризових явищ, стали доларизація, індексація і структура термінів погашення боргу, які відбивали слабкість фінансової структури. Сучасна боргова ситуація більшості промислових країн структурно відрізняється. Кризові явища в США у 2008–2009 рр. стали наслідком низьких внутрішніх заощаджень та високої довіри до американської економіки, що зумовило значний приплив капіталу та зростання глобальних дисбалансів.

5. Емпіричні оцінки VAR/VEC показують, що в Україні збільшення державного боргу мотивоване збільшенням споживчих видатків, що може мати на меті максимізацію електоральної підтримки, але коштом майбутніх економічних труднощів. Водночас обернена залежність державних зовнішніх запозичень від інвестицій може означати, що за умови високих інвестицій з'являються достатні податкові (або інші) надходження до бюджету, а це

зменшує потребу в запозиченнях державного сектору, тим паче за умови підвищеного попиту на кредитні ресурси на внутрішньому ринку, що надає порівняльну перевагу дешевшим зовнішнім запозиченням.

6. У дисертації механізми макроекономічного впливу зовнішніх запозичень державного сектору за умови доларизації економіки та залежності сукупного попиту і сукупної пропозиції від обмінного курсу продемонстровано за допомогою розширеної моделі IS-LM-BP (у логарифмах). Графічну інтерпретацію моделі використано для аналізу обслуговування зовнішнього боргу за умов супутньої девальвації грошової одиниці в економіці зі сильним балансовим ефектом. Доларизація економіки може бути корисною як засіб збільшення пропозиції грошової маси на випадок девальвації грошової одиниці, але за умови, що інфляційний «перенос» обмінного курсу порівняно слабкий. Оскільки відповідні емпіричні оцінки для України не надто високі, можна сподіватися, що сумарний вплив ефектів добробуту та валютного компонента пропозиції грошової маси сприятимуть збільшенню сукупного попиту.

7. У дисертації статистичне моделювання здійснено за допомогою моделі SVAR. Найперше простежується чіткий зв'язок між державним зовнішнім боргом та девальвацією обмінного курсу, який залишається стійким протягом тривалого часового горизонту. Результати також свідчать, що початковий експансійний ефект державного зовнішнього боргу на дохід є вкрай важливим, але значення державного боргу зростає з часом на тлі зміни позитивного впливу на негативний. Результати є стійкими до змін в тривалості вибірки даних та вибору змінної доходу, коли замість ВВП використовується показник промислового виробництва. Порівняння імпульсних функцій, отриманих за допомогою моделей VAR і SVAR, виявляє, що оцінки моделі SVAR демонструють сильнішу реакцію обмінного курсу на зміни поточного рахунку та державного зовнішнього боргу.

8. Загалом зі середини минулої декади Україна повторила стандартний сценарій боргових криз, що вказує на недоцільність стимулювання



споживчого попиту за допомогою зовнішніх позик, необхідність профілактики «бульбашки» на ринку нерухомості – житлової і комерційної, доцільність обмеженого контролю припливу капіталу, спрямування зовнішніх запозичень на продуктивні інвестиції та необхідність фіскальної дисципліни.

9. Відповідно до умов реструктуризації частини державного зовнішнього боргу України (осінь 2015) розраховано кілька сценаріїв, які відповідають динаміці відновлювального зростання для Польщі – 1994–2015 рр., Іспанії – 1984–2008 рр., Чилі – 1983–2008 рр., Аргентини – 2002–2015 рр., Туреччини – 1984–2008 рр.), а також прогноз динаміки ВВП за Ю. Городніченком. В усіх випадках рівноважний темп зростання ВВП отримано за допомогою фільтру Ходріка–Прескотта. На підставі отриманих даних розраховано платежі за борговим варіантом. Отримано, що у найбільш реалістичному – «польському» – сценарії розрахунки передбачають максимальні щорічні платежі на рівні від 0,52 до 2,35 млрд дол. США в 2021–2025 рр. Проте на випадок вищого рівня ВВП платежі зростають в кілька разів, а сумарний кошт реструктуризації перевищує поточну вартість державного зовнішнього боргу.

10. У післякризовому економічному середовищі для країн з обмеженими можливостями доступу на світовий фінансовий ринок та невисоким кредитним рейтингом стає необхідною стабілізація дефіциту бюджету та розробка боргової стратегії, яку слід підтримати збільшенням пропозиції грошової маси і зниженням відсоткової ставки. Стратегія, якою зараз оперують в уряді, належним чином відбиває вимоги післякризового середовища, але якісна імплементація реформ вимагає сильної політичної волі, довіри населення, послідовності та тривалого часу.

### Список використаних джерел

1. Аналітична доповідь до Щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2015 році». – К. : НІСД, 2015. – 684 с.
2. Аслунд А. Справи України покращуються: досягнута домовленість щодо боргу [Електронний ресурс] / А. Аслунд. – 28 серпня 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/columns/2015/08/28/557297/>
3. Аслунд А. Україні потрібна радикальна, але розумна податкова реформа // Створення конкурентних умов в оподаткуванні та стимулювання економічної діяльності в Україні. Світові експерти, міжнародні організації, лідери думок та галузеві асоціації щодо урядового законопроекту №3630 Міністерство фінансів України. – грудень 2015. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/5672a1d6ce4e4.pdf>
4. Береславська О. Стабільність гривні: об'єктивна реальність чи вимушена необхідність? / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2012. – № 3(193). – С. 6–11.
5. Бершидський Л. Україна vs кредитори. Чому угоду про списання боргу не можна назвати перемогою [Електронний ресурс] / Л. Бершидський. – Російський медійник, колумніст Bloomberg / 29 серпня 2015. – Режим доступу : <http://nv.ua/ukr/opinion/bershidsky/ukrajina-vs-kreditori-chomu-ugodu-pro-spisannja-borgu-ne-mozhna-nazvati-peremogoju-66225.html>
6. Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності / Т. П. Богдан // Вісник національного банку України. – 2012. – № 4. – С. 8–15.
7. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2011. – № 11. – С. 10–14.
8. Бондарчук А. Державні цінні папери як інструмент боргової політики: міжнародний досвід / А. Бондарчук // Стратегічні пріоритети. – 2013. – № 42(29). – С. 70–28.

9. Буковинський С. Зростання корпоративного зовнішнього боргу України: макроекономічні наслідки та ризики для економіки / С. Буковинський, А. Гриценко, Т. Унковська // Фінанси України. – 2007. – № 10. – С. 3–12.
10. Валевський О.Л. Аналіз причин невдач реалізації реформ в Україні // Державне управління: теорія та практика. – 2011, №2 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.academy.gov.ua/ej/ej13/index.htm>.
11. Вахненко Т. Державний борг України: оптимізація структури та управління ризиками / Т. Вахненко // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 10–28.
12. Вахненко Т. Платоспроможність держави в контексті обслуговування зовнішнього боргу / Т. Вахненко // Економіка і прогнозування. – 2003. – № 4. – С. 52–61.
13. Вахненко Т. Регулювання заборгованості державного сектору в Україні: актуальні проблеми та шляхи їх розв'язання / Т. Вахненко, І. Бураковський. – К. : Німецька консультативна група ; Центр економічних досліджень, 2006. – 12 с.
14. Вахненко Т. Теоретичні засади формування зовнішнього національного боргу / Т. Вахненко // Вісник НБУ. – 2006. – № 9. – С. 16–25.
15. Вахненко Т. П. Зовнішні корпоративні запозичення та ризики для фінансової стабільності / Т. П. Вахненко // Дзеркало тижня. – 2008. – № 6. – 16 лютого.
16. Вахненко Т. П. Теоретичні засади формування зовнішнього національного боргу / Т. П. Вахненко // Вісник Національного Банку України. – 2006. – № 9. – С. 16–25.
17. Вахненко Т. П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізми дії, заходи подолання / Т. П. Вахненко // Фінанси України. – 2008. – № 10. – С. 3–21.
18. Глобальний фінансовий інформаційний ресурс Investing : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investing.com/>

19. Дем'янчук Ю. І. Міжнародні приватні трансфери як циклічний чинник в економіці України [Електронний ресурс] / Ю. І. Дем'янчук. – Режим доступу : [www.nbuv.gov.ua](http://www.nbuv.gov.ua).
20. Депплер М. Чи стануть європейські ринки, що формуються, «гарячими точками»? / М. Депплер // Дзеркало тижня. – 2007. – № 47. – 8 грудня.
21. Державний комітет статистики України : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
22. Дубровський В. Ліберальна податкова реформа: як збалансувати бюджет [Електронний ресурс] / В. Дубровський, І. Несходовський, О. Гетман // ЕП. – 20 листопада 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/20/568330/>
23. Жаліло Я. А. Теорія та практика формування ефективної економічної стратегії держави: монографія. - К.: НІСД, 2009. - 336 с.
24. Жолудь О. Реструктуризація держборгу: Україна – не Греція [Електронний ресурс] / О. Жолудь, Ю.Городниченко – VoxUkraine, для ЄвроПравди – 28 серпня 2015. – Режим доступу : <http://www.eurointegration.com.ua/articles/2015/08/28/7037549/>
25. Капранова Л. Г. Стан зовнішньої заборгованості України та шляхи її вирішення / Л. Г. Капранова // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2013. – Вип. 2(1). – С. 283-287. – Режим доступу : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Traeiv\\_2013\\_2\(1\)\\_\\_45](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Traeiv_2013_2(1)__45)
26. Касьяненко В.О. Зарубіжний досвід управління інноваційним потенціалом економіки та можливості його використання в Україні / В.О. Касьяненко // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2011.–Т. 2. – № 4. – С. 200-204.
27. Козелецький П. С. Проблеми зовнішнього державного боргу України, його обслуговування та регулювання / П. С. Козелецький, А. В. Кравченко // Економічний простір. – 2013. – № 71. – С. 56–65.

28. Козюк В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових пріоритетів / В. Козюк // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 29–40.
29. Козюк В. Державний борг України у перехідній економіці // Автореф. дис... канд. екон. наук : 08.04.01 / В. В. Козюк ; Львів. нац. ун-т імені Івана Франка. – К., 2000. – 25 с.
30. Линник О.О. Fiscal cliff в США як стимул для вирішення боргових проблем / О.О. Линник / Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції студентів та молодих вчених «Міжнародна економіка в ХХІ столітті». – Тернопіль, 2013 р. – С.341-343.
31. Линник О.О. Акумуляція зовнішнього державного боргу, інвестиції і приватне споживання в Україні / Вісник Львівської комерційної академії. – 2014. – Вип. 46. – С. 90-96.
32. Линник О.О. Вплив зовнішнього боргу на вартість кредитних ресурсів / О.О. Линник / Збірник матеріалів Десятої ювілейної міжнародної науково-практичної конференції «Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації». – Тернопіль, 2013 р. – С.70-71.
33. Линник О.О. Довгострокові ефекти державного боргу в нестабільному економічному середовищі // Економіка України в умовах сучасних геополітичних трансформацій: матеріали всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених (Львів, 21-22 травня 2015 року) / Львів: ЛКА, 2015. – С. 143-145.
34. Линник О.О. Запозичення державного сектора в структурі зовнішнього боргу // Логістика (Вісник Національного університету «Львівська політехніка»). – 2014. - № 811. – С. 202-208.
35. Линник О.О. Інфляційні ефекти зовнішнього державного боргу України // Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна візія та виклики глобалізації: тези доп. XII Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (Тернопіль, 26-27 березня 2015 року) / Тернопіль: Астон, 2015. – С. 39-40.

36. Линник О.О. Націоналізація зовнішнього боргу банківської системи: асиметрія коротко- та довгострокових ефектів / О.О. Линник / Збірник матеріалів I Всеукраїнської науково-практичної конференції «Проблеми забезпечення стабільного розвитку національних банківських систем: теорія, практика та світовий досвід». – Львів, 2011 р. – С.96-98.

37. Линник О.О. Невраховані ризики надмірних зовнішніх запозичень недержавного сектору в Україні // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. – 2015. - № 1(111). – С.77-82.

38. Линник О.О. Причини надмірно високих відсоткових ставок в Бразилії / О.О. Линник / Збірник матеріалів XIII Міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та студентів «Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем». – Львів, 2013 р. – С. 58–60.

39. Линник О.О. Проблеми рефінансування зовнішнього державного боргу при високому рівні суверенної заборгованості // Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств: проблеми та перспективи: матеріали міжнародної науково-практичної конференції молодих учених (Львів, 17–18 квітня 2015 року) / Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2015. – С. 325-327.

40. Линник О.О. Ризики девальвації валюти за умов значної державної заборгованості / О.О. Линник / Збірник матеріалів XII Міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та студентів «Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем». – Львів, 2012 р. – С.41-43.

41. Линник О.О. Світова фінансова криза та глобальні дисбаланси / О.О.Линник // Економічний часопис XXI. – 2011. - №3-4. – С.20-24.

42. Линник О.О. Сучасні методи скорочення державної заборгованості / О.О. Линник / Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції «Посткризовий розвиток світової економіки та Україна». – Тернопіль, 2012 р. – С.184-188.

43. Линник О.О. Формування зовнішнього державного боргу України у 2010-2014 рр.: причини та наслідки // Регіональна економіка. – 2015. - № 1(75). – С. 104-114.
44. Литвицький В. Реінфляція-2007 / В. Литвицький // Вісник НБУ. – 2008. – № 2. – С. 2–12.
45. Литвицький В. У заручниках зовнішньої кон'юнктури / В. Левицький // Вісник НБУ. – 2006. – № 5. – С. 23–27.
46. Лісовенко В. Державний зовнішній борг України: оптимізація формування та управління // Автореф. дис... канд. екон. наук : 08.04.01 / В. В. Лісовенко ; Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2001. – 19 с.
47. Лондар Л. Борговий складник фінансової безпеки України: загрози та індикатори / Л. Лондар // Стратегічні пріоритети. – 2015. –№ 2(35). – С. 70–78.
48. Лямець С. Уряд провалив реструктуризацію зовнішнього боргу України [Електронний ресурс] / С. Лямець, Г. Калачова. – 27 серпня 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/08/27/557144/>
49. Міжнародні стратегії економічного розвитку: навч. пос. [для студ. вищ. навч. закл.] / [Ю. Г. Козак, В. В. Ковалевський, Н. С. Логвінова та ін. ]; За редакцією Ю. Г. Козака, В. В. Ковалевського, І. В. Ліганенко: – [2-ге вид.]–К.: Центр учбо-вої літератури, 2009. – 356 с.
50. Мізюк Б. М. Зовнішні запозичення: вплив на економічну політику / Б. М. Мізюк, В.О. Шевчук // Фінанси України. – 1998. – № 9. – С. 82-91.
51. Міщенко В., Сомик А. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 28–31.
52. Молдован О. О. Новий етап реформи системи державних фінансів України: ключові пріоритети та завдання / О. О. Молдован // Фінанси України. – 2014. – № 8. – С. 57–69.
53. Мусаєва-Боровик С. Яресько Наталія: Чи я б хотіла мати 60% списання боргів? Абсолютно. Але це просто неможливо [Електронний

ресурс] / С. Мусаєва-Боровик. – 16 вересня 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/09/16/559896/>

54. Особливості та пріоритети боргової політики України : [аналіт. доп.] / [Гальчинський А. С., Варналій З. С., Майстришин В. Я. та ін.]. – К. : НІСД, 2004. – 104 с.

55. Офіційний веб-портал Верховної ради України : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

56. Офіційний сайт Національного банку України : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.

57. Павло Розенко: «Україна не може собі дозволити 45-річних пенсіонерів, це ненормально» [Електронний ресурс] / П. Розенко. – 17 березня 2015. – Режим доступу : <http://ukr.segodnya.ua/ukraine/pavel-rozenko-ukraina-ne-mozhet-sebe-pozvolit-45-letnih-pensionerov-eto-nenormalno-600251.html>

58. Палешко Я. С. Запозичення України та їх використання для ефективного розвитку національної економіки / Я. С. Палешко // Економіка та держава. – 2014. – № 12. – С. 124–127.

59. Панченко Ю. Ларрі Саммерс: «Греція – це сумна історія, а Україна може стати історією успіху» [Електронний ресурс] / Ю. Панченко // Європейська правда. – 17 вересня 2015. – Режим доступу : [http://www.eurointegration.com.ua/interview/2015/09/17/7038354/view\\_print/](http://www.eurointegration.com.ua/interview/2015/09/17/7038354/view_print/)

60. Пензеник В. Друг чи ворог? Чому держава повинна працювати на людину [Електронний ресурс] / В. Пинзеник // ЕП. – 11 листопада 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/11/11/566764/>

61. Перельгін Е. Спасение экономики Украины зависит от нас самих [Электронный ресурс] / Е. Перельгін. – 15 сентября 2015. – Режим доступа : [http://economics.lb.ua/state/2015/09/15/315939\\_spasenie\\_ekonomiki\\_ukraini\\_zavisit.html](http://economics.lb.ua/state/2015/09/15/315939_spasenie_ekonomiki_ukraini_zavisit.html)



62. Перспективи економіки України в умовах глобальної макроекономічної нестабільності / За ред. Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2012. – 43 с.

63. Пинзеник Ю. В. Ризики боргової ситуації в Україні та шляхи їх усунення / Ю. В. Пинзеник // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2011. – № 2(11). – С. 49–52.

64. Пількевич С. Зовнішня заборгованість як детонатор майбутніх криз в умовах глобальної трансформації / С. Пількевич // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2012. – № 138. – С. 63–68.

65. Плещ І. Моделювання граничної величини внутрішньої заборгованості у взаємозв'язку з бюджетним дефіцитом і зовнішньою складовою державного боргу / І. Плещ // Проблеми економіки. – 2014. – № 3. – С. 341–347.

66. Присяжнюк О. Державний борг України як показник боргової безпеки / О. Присяжнюк // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2011. – Вип. 2(42). – С. 94–98.

67. Реструктуризація боргу України як важіль впливу на Росію [Електронний ресурс]. – 15 вересня 2015. – Режим доступу : <http://delo.ua/ukraine/restrukturizacija-borgu-ukrajini-jak-vazhil-vplivu-na-rosiju-303869/> © delo.ua

68. Сологуб Д. Налоговая реформа: взгляд из НБУ [Електронний ресурс] / Д. Сологуб. – 4 листопада 2015. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/rus/columns/2015/11/4/565853/>

69. Тверезий розрахунок: Скільки насправді Україна віддасть кредиторам [Електронний ресурс] / М. Репко. – 30 серпня 2015. – Режим доступу : [http://ukr.lb.ua/news/2015/08/30/314650\\_tvoreziy\\_rozrahunok\\_skilki.html](http://ukr.lb.ua/news/2015/08/30/314650_tvoreziy_rozrahunok_skilki.html)

70. Тищук Т. Пріоритети забезпечення зовнішньої стійкості економіки України / Т. Тищук // Стратегічні пріоритети. – 2013. – № 1(26). – С. 52–60.

71. Федорович І. Економічна оцінка боргової стійкості України / І. Федорович // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : збірник наукових праць / ред. кол. : І. Д. Пасічник, О. І. Дем'янчук. – Острог : Видавництво Національного університету «Острозька академія». – 2014. – Вип. 25. – С. 146–151.
72. Фурман І. В. Стан зовнішньої заборгованості України перед міжнародними кредиторами: оцінка та напрями врегулювання / І. В. Фурман // Фінансовий простір. – 2013. – № 2(10). – С. 66–73.
73. Футерко О. І. Боргова безпека України / О. І. Футерко // Економічний форум. – 2013. – № 4. – С. 233–241.
74. Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні / А. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2007. – № 12. – С. 3–7.
75. Шаров О. С. Україна: вибір стратегії управління державним боргом / О. С. Шаров // Світ фінансів. – 2008. – № 1. – С. 7–9.
76. Шевчук В. Взаємний вплив фіскальної і монетарної політики в Україні (1998-2009 рр.) / В. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція : [зб. наук. пр.] / Ін-т регіональних досліджень НАН України ; редкол. : Є. І. Бойко (відп. ред.). – Львів, 2010. – С. 15–22.
77. Шевчук В. Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України / В. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – К. : НІСД, 2009. – № 2(11). – С. 159-167.
78. Шевчук В. Монетарні чинники післякризового гальмування інфляції в Україні 2010-2011 рр. / В. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір : [зб. наук. пр.] / Ін-т регіональних досліджень НАН України ; редкол. : В. С. Кравців (відп. ред.). – Львів, 2012. – Вип. 2(94). – С. 7–16.
79. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія і практика : підручник / В. О. Шевчук. – К. : Знання, 2008. – 663 с.

80. Шевчук В. О. Фіскальна політика країн Центральної і Східної Європи: євроінтеграційні виклики : монографія / В. О. Шевчук, Р. І. Копич. - Л. : ПАІС, 2011. - 543 с.

81. Шевчук В. О. Передумови та загрози «перегріву» ринку нерухомості та механізми його врегулювання / В. О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2006. – № 1. – С. 118–127.

82. Шевчук В. О. Вплив відхилень реального обмінного курсу від рівноважного рівня на промислове виробництво, торговельний баланс та інфляцію / В. О. Шевчук // Економічні системи : монографія. Т. 2 / Г. І. Башнянин (ред.). – Львів : Видавництво комерційної академії, 2011. – С. 366–402.

83. Шевчук В. О. Економічні реформи в Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання / В. О. Шевчук. – Львів : Каменяр, 1999. – 319 с.

84. Шевчук В. О. Макроекономічні наслідки кредитного буму в Україні / В. О. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція : [зб. наук. пр.] / Ін-т регіональних досліджень НАН України ; редкол. : Є. І. Бойко. (відп. ред.). – Львів, 2008. – Вип. 1(69). – С. 94–104.

85. Шевчук В. О. Макроекономічні ризики прискореної акумуляції зовнішнього боргу в економіці України / В. О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2009. – № 2(11). – С. 159–166.

86. Шевчук В. О. Передумови та загрози «перегріву» ринку нерухомості та механізми його врегулювання / В. О. Шевчук // Стратегічні пріоритети. – 2006. – № 1. – С. 118–127.

87. Шевчук В. О. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика / В. О. Шевчук. – Львів : Кальварія, 2008. – 734 с.

88. Яніцький А. Экономист Bank of America: В Украине есть крупные банки, проблемы которых остаются под вопросом [Електронний ресурс] / А. Яніцький. – 2 октября 2015. – Режим доступа :

[http://economics.lb.ua/state/2015/10/02/317415\\_ekonomist\\_bank\\_america\\_ukraine.html](http://economics.lb.ua/state/2015/10/02/317415_ekonomist_bank_america_ukraine.html)

89. Acemoglu D. Introduction to modern economic growth. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 851p.

90. Afonso A. Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU. Working paper No. 848 / A. Afonso, J. G. Alegre. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2008. – 54 p.

91. Afonso A. Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence. ECB Working paper No. 675 / A. Afonso. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2006. – 50 p.

92. Afonso A. Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy in the EU-15. Working paper No. 2001/07/DE. / A. Afonso. – Lisbon : Department of Economics; Universidade Tecnica de Lisboa, 2001. – 47 p.

93. Aghion P. A Corporate Balance Sheet Approach to Currency Crises. CEPR Discussion Paper No. 3092 / P. Aghion, P. Bacchetta, A. Banerjee. – London : Centre for Economic Policy Research, 2001. – 39 p.

94. Aguiar M. Coordination and Crisis in Monetary Unions. NBER Working Paper No. 20277 / M. Aguiar, M. Amador, E. Farhi, G. Gopinath. – 2014. – 44 p.

95. Aisen A. Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective IMF. Working Paper No. 08/42 / A. Aisen, D. Hauner. – Washington : IMF, 2008. – 19 p.

96. Aizenman J. Using inflation to erode the US public debt / J. Aizenman, N. Marion // Journal of Macroeconomics, Elsevier. – 2011. – Vol. 33. – Issue 4. – P. 524–541.

97. Alesina A. A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt / A. Alesina, G. Tabellini // Review of Economic Studies. – 1990. – Vol. 57. – Issue 3. – P. 403–414.

98. Alesina A. External Debt, Capital Flight and Political Risk. NBER Working Paper No. 2610 / A. Alesina, G. Tabellini. – Washington : NBER, 1988. – 45 p.

99. Alesina A. Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects. NBER Working paper No. 5730 / A. Alesina, R. Perotti. – Washington : NBER, 1997. – 46 p.

100. Alesina A. Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries. NBER Working paper No. 5214 / A. Alesina, R. Perotti. – Washington : NBER, 1995. – 40 p.

101. Alfaro L. Debt Redemption and Reserve Accumulation. NBER Working Paper No. 19098 / L. Alfaro, F. Kanczuk. – National Bureau of Economic Research. –2015. – 31 p.

102. Alfaro L. Optimal Reserve Management and Sovereign Debt. NBER Working Papers No. 13216 / L. Alfaro, F. Kanczuk. – National Bureau of Economic Research. – 2007. – 23 p.

103. Alfaro L. Sovereigns, Upstream Capital Flows, and Global Imbalances. NBER Working Paper No. 17396 / L. Alfaro, S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych. – Washington : NBER, 2011. – 45 p.

104. Alogoskoufis G. Debts, Deficits and Growth in Interdependent Economies. CEPR Discussion Paper No. 533 / G. Alogoskoufis, F. Ploeg. – London : Centre for Economic Policy Research, 1991. – 50 p.

105. Alshahrani S. Economic Growth and Government Spending in Saudi Arabia: An Empirical Investigation / S. Alshahrani, A. Alsadiq. – Fiscal Affairs Department. –2014. – 26 p.

106. An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022. CBO Pub. No. 4577. – Washington : CBO, 2012. – 66 p.

107. Angelopoulos K. Does public sector efficiency matter? Revisiting the relation between fiscal size and economic growth in a world sample / K. Angelopoulos, A. Philippopoulos, M. Tsionas // Public Choice. – 2007. – Vol. 137. – No. 1-2. – P. 245–278.

108. Anti-Corruption Reforms in UKRAINE Round 3. Monitoring of the Istanbul Anti-Corruption Action Plan [On-line resource] / The report was adopted at the ACN meeting. – 24 March 2015. – Retrieved from :

<http://www.oecd.org/corruption/acn/Ukraine-Round-3-Monitoring-Report-ENG.pdf>

109. Aranha M. Z. The Impact Of Monetary Policy On The Yield Curve In The Brazilian Economy. Insper Working Paper No. 167/2009 / M. Z. Aranha, M. L. Moura. – São Paulo : Insper. – 22 p.

110. Ardagna S. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries. ECB Working paper No. 411 / S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. – 37 p.

111. Arteta C. Sovereign debt crises and credit to the private sector / C. Arteta, H. Galina // Journal of International Economics, 2008. – № 74. – P. 53–69.

112. Asia Pacific Economic Outlook: China, India, Indonesia, Singapore. – New York : Deloitte, 2011. – 6 p.

113. Atkeson A. The Balance of Payments and Borrowing Constraints: an Alternative View of the Mexican Crisis. NBER Working Paper No. 5329 / A. Atkeson, J.-V. Rios-Rull. – 1995. – 46 p.

114. Auerbach A. Uncertainty and the design of long-run fiscal policy. NBER Working Paper No. 7036 / A. Auerbach, K. Hassett. – Massachusetts : NBER, 1999. – 29 p.

115. Balassone F. Public Debt: A Survey of Policy Issues / F. Balassone, D. Franco, S. Zotteri // 42 Conference «The sixth Banca d'Italia workshop on public finances», (Rome, 1-3 April 2004). – Perugia, 2004. – P. 27 – 68.

116. Balino J. T. Monetary policy in dollarized economies. IMF Occasional paper No. 171 / J. T. Balino, A. Bennett, E. Borenstein. – Washington : IMF, 1999. – 28 p.

117. Barker T. Using the oil and gas revenues: The Norwegian case / T. Barker, V. Brailovsky // Oil or Industry? – Chap. 7. – Academic press, London. – 1981. – P. 171–184.

118. Barro R. A Cross-Country Study of Growth, Saving, and Government. NBER Working Paper No. 2855 / R. Barro. – Washington : NBER, 1989. – 35 p.

119. Barro R. Are government bonds net wealth? / R. Barro // *Journal of Political Economy*. – 1974. – Vol. 82. – Issue 6. – P. 1095–1117.
120. Barro R. Notes on optimal debt management / R. Barro // *Journal of Applied Economics*. – Vol. 2. – No. 2. – 1999. – P. 281–289.
121. Barro R. J. Federal Deficit Policy and the Effects of Public Debt Shocks. NBER Working paper No. I43 / R. J. Barro. – Washington : NBER, 1980. – 30 p.
122. Barry F. Expansionary fiscal contraction: A theoretical exploration / F. Barry, M. B. Devereux // *Journal of Macroeconomics*. – 2003. – Vol.25. – No.1. – P.1-23.
123. Bartolini L. Twin Deficits, Twenty Years Later / L. Bartolini, A. Lahiri // *Current Issues In Economics and Finance*. – 2006. – Vol. 12. – Number 7. – P. 1–7.
124. Baum C. Debt and growth: New evidence for the euro area / C. Baum, C. Checherita-Westphal, P. Rother // *Journal of International Money and Finance*. – Vol. 32. – Issue C. – 2013. – P. 809–821.
125. Baxter M. Fiscal Policy in General Equilibrium / M. Baxter, R. King // *American Economic Review*. – Vol. 83. – Issue 3. – 1993. – P. 315–340.
126. Baxter M. International trade and business cycles / M. Baxter // *Handbook of International Economics*. – 1995. – Edition 1. – Vol. 3. – Chapter 35. – P. 1801–1864.
127. Beetsma R. The effects of public spending shocks on trade balances and budget deficits in european union / R. Beetsma, M. Giuliadori, F. Klaassen // *Journal of the european economic association*. – 2008. – Vol. 6. – No. 2-3. – P. 414–423.
128. Bellettini G. Social Security Expenditure and Economic Growth: An Empirical Assessment / G. Bellettini, C. B. Ceroni // *Research in Economics*. – 2000. – Vol. 54. – No. 3. – P. 249–275.
129. Benakis T. Will Serbia be next? [On-line resource] / T. Benakis // *New Europe*. – Retrieved from : <http://neurope.eu/article/will-serbia-be-next/>

130. Bénétrix A. S. Fiscal Shocks and the Real Exchange Rate. IIS Discussion Paper No. 286 / A. S. Bénétrix, P. R. Lane. – Dublin : Institute for International Integration Studies, 2009. – 51 p.

131. Benigno P. High public debt in currency crises: fundamentals versus signaling effects / P. Benigno, A. Missale // *Journal of International Money and Finance*. – Vol. 23. – No. 2. – 2004. – P. 165 – 188.

132. Benos N. Fiscal policy and economic growth: empirical evidence from eu countries. MPRA Paper No. 19174 / N. Benos. – Munich : University of Munich, 2005. – 29 p.

133. Berben R.-P. The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries / R.-P. Berben, T. Brosens // *Economics Letters*. – 2007. – Vol. 94. – Issue 2. – P. 220–225.

134. Berck P. Tax Smoothing and the Cross-Country Pattern of Privatization / P. Berck, J. Lipow, R. Steinhauser // *World Development*, 2006. – No. 34(2). – P. 238–246.

135. Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / A speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia [On-line resource] / B. Bernanke // The Federal Reserve Board. – Retrieved from : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm25>

136. Bernheim B. D. Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence / B. D. Bernheim // *NBER Macroeconomics Annual*. – 1988. – Vol. 2. – P. 263–304.

137. Bertola G. Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity / G. Bertola, A. Drazen // *The American Economic Review*, 1993. – Vol. 83. – No. 1. – P. 11.

138. Bhattacharya R. Private Sector Consumption Behavior and Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy. IMF Working Paper No. 99/112 / R. Bhattacharya. – Washington : IMF, 1999. – 28 p.



139. Bi H. Fiscal Limits, External Debt, and Fiscal Policy in Developing Countries. IMF Working Paper No. WP/14/49 / H. Bi, W. Shen, Sh.-Ch. S. Yang. – Washington : IMF, 2014. – 36 p.

140. Blanchard O. Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Comment on Paper By Giavazzi and Pagano / O. Blanchard // NBER Macroeconomics Annual. – The MIT Press, 1990. – Vol. 5. – P. 111–116.

141. Blanchard O. Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity / O. Blanchard // European Economic Review, Elsevier, 1984. – Vol. 25. – Issue 1. – P. 7–27.

142. Blanchard O. Debt and the Current Account Deficit in Brazil // Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries / Editors P. Aspe, R. Dornbusch and M. Obstfeld. – 1983. – Chicago: University of Chicago Press, 1983. – P. 187–198.

143. Blanchard O. Debt, Deficits, and Finite Horizons / O. Blanchard // Journal of Political Economy. – 1985. – Vol. 93. – Issue 2. – P. 223–247.

144. Bohn H. Tax smoothing with financial instruments / H. Bohn // The American Economic Review, 1990. – P. 1217–1230.

145. Boileau M. Do Tax Cuts Generate Twin Deficits? A Multi-Country Analysis. CIRPEE Working Paper No. 0832 / M. Boileau, M. Normandin // Canadian Journal of Economics. – Ottawa, 2012. – Vol. 45. – Issue 4. – P. 1667–1699.

146. Booth T. Determinants of saving behavior. A report prepared for the Office of the Retirement Commissioner No. 00/1f / T. Booth, D. Grimmond, A. Stroombergen. – Wellington : Office of the Retirement Commissioner, 2000. – 51 p.

147. Boskin M. J. Public Debt and U.S. Saving: a New Test of the Neutrality Hypothesis. NBER Working Paper No. 1646 / M. J. Boskin, L. J. Kotlikoff. – Massachusetts : NBER, 1985. – 41 p.

148. Bossi L. Fiscal Policy with Intertemporally Non-Separable Preferences. CAMA Working Paper No. 14/2010 / L. Bossi, P. Porqueras. – Canberra : Centre for Applied Macroeconomic Analysis, 2010. – 12 p.

149. Bradley J. The Irish expansionary fiscal contraction: A tale from one small European economy / J. Bradley, K. Whelan // *Economic Modelling*. – 1997. – Vol. 14. – No. 2. – P. 175–201.

150. Branson W. On the difference between tax and spending policies in models with finite horizons. NBER Working Paper No. 2557 / W. Branson, G. Galli. – Massachusetts : NBER, 1988. – 24 p.

151. Bräuninger M. The budget deficit, public debt, and endogenous growth / M. Bräuninger // *Journal of public economic theory*. – 2005. – Vol. 7. – P. 827–830.

152. Broner F. Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out. IMF Working Paper No. WP/13/270 / F. Broner, A. Erce, A. Martin, J. Ventura. – Washington : IMF, 2013. – 63 p.

153. Broner F. A. Why Do Emerging Economies Borrow Short Term? / F. A. Broner, G. Lorenzoni, S. L. Schmukler // *Journal of the European Economic Association*. – 2013. – Vol. 11. – P. 67–100.

154. Bruce N. The Rotten-Kid Theorem Meets the Samaritan's Dilemma / N. Bruce, M. Waldman // *Quarterly Journal of Economics*. – 1990. – Vol. 105. – Issue 1. – P. 155–165.

155. Bruckner M. Fiscal expansions, unemployment and labour force participation: theory and practice / M. Bruckner, E. Pappa. – KU Leuven. – 2011. – 39 p.

156. Bruno R. Technology choices and growth: testing New Structural Economics in Transition Economies / R. Bruno, E. Douarin, J. Korosteleva, S. Radosevic // *Journal of Economic Policy Reform*. – 2015. – Vol. 18. – No. 2. – P. 131–152.

157. Buffie E. E. Public Investment, Growth and Debt Sustainability: Putting Together the Pieces. IMF Working Paper No. WP/12/144 / E. E. Buffie, A. Berg, C. Pattillo, R. Portillo, L.-F. Zanna. – Washington : IMF, 2012. – 37 p.

158. Bulut L. External Debts and Current Account Adjustments. Emory Economics No. 0716 / L. Bulut. – Atlanta : Emory University, 2007. – 36 p.

159. Bussière M. Productivity shocks, budget deficits and the current account. ECB Working papers No. 509 / M. Bussière, M. Fratzscher, G. J. Müller. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2005. – 34 p.

160. Calvo G. Explaining Sudden Stops, Growth Collapse and BOP Crises: The Case of Distortionary Output Taxes. NBER Working Paper No. 9864 / G. Calvo. – Massachusetts : NBER, 2003. – 35 p.

161. Calvo G. On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. NBER Working Paper 10520 / G. Calvo, A. Izquierdo, L. Mejia. – 2004. – 18 p.

162. Calvo G. Servicing the Public Debt: The Role of Expectations / G. Calvo // *American Economic Review*. – 1988. – Vol. 78. – Issue 4. – P. 647–661.

163. Calvo G. Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons. NBER Working Papers No. 9828 / G. Calvo, A. Izquierdo, E. Talvi. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, 2003. – 49 p.

164. Calvo G. The Price Theory of Money, Prospero's Liquidity Trap, and Sudden Stop: Back to Basics and Back. NBER Working Paper 18285 / G. Calvo. – Massachusetts : NBER, 2012. – 28 p.

165. Canuto O. World Bank Group: Overcoming Middle-Income Traps [Online resource] / O. Canuto. – 13 Mar, 2013. – Retrieved from : <http://cfi.co/asia/2013/03/otaviano-canuto-world-bank-group-overcoming-middle-income-traps/>

166. Cardoso E. Introduction to Developing Country Debt and Economic Performance / E. Cardoso, A. Fishlow // *Developing Country Debt and Economic*

Performance. Country Studies Argentina, Bolivia, Brazil, Mexico. – 1990. – Vol. 2. —P. 271–280.

167. Caselli F. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt service: Some Estimates for OECD Countries. IMF Working Paper No. WP/98/55 / F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane. – Washington : IMF, 1998. – 22 p.

168. Cassard M. Sovereign Debt: Managing the Risks / M. Cassard, D. Folkerts-Landau // Finance & Development. – 1997. – P. 12–15.

169. Catão L. International Monetary Fund Volatility and the Debt-Intolerance Paradox / L. Catão, K. Sandeep. – IMF Staff Papers. – 2006. – Vol. 53. – No. 2. – 12 p.

170. Cavallo E. Debt management in Latin America: How safe is the new debt composition? [On-line resource] / E. Cavallo // Research-based policy analysis and commentary from leading economists. – 24 February 2010. – Retrieved from : <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4667>

171. Çebi C. Government Spending Multiplier in Turkey / C. Çebi. – Central Bank of the Republic of Turkey. – 2015. – 20 p.

172. Cecchetti S. The real effects of debt. BIS Working Papers No. 352 / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli. – Basel: Bank for International Settlements, 2011. – 39 p.

173. Cekin E. Monetary and Fiscal Policy Interactions in Turkey: A Markov Switching Approach / E. Cekin // Thirteenth Annual Missouri Economics Conference (Columbia, 22-23 March 2013). – Columbia : University of Missouri, 2013. – 56 p.

174. Central, Eastern, and Southeastern Europe [On-line resource] / Regional Economic Issue. – 2015. – Retrieved from : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/eur/eng/erei0515.htm>

175. Cespedes L. Balance sheets and exchange rate policy / L. Cespedes, R. Chang, A. Velasco // American Economic Review, 2004. – № 94(4). – P. 1183–1193.

176. Chatterjee S. Maturity, Indebtedness, and Default Risk / S.Chatterjee, B. Eyigungor // *American Economic Review*. – Vol. 102. – No. 6. – 2012. – P. 2674–2699.

177. Chen Y. The Effect of Government Expenditure on Private Consumption: Evidence from China / Y. Chen, F. Luan, W. Huang // *Journal of Global Economics*. – 2014. – Volume 2. – Issue 3. – P. 31–33.

178. Chortareas G. An Investigation of Current Account Solvency in Latin America Using Non Linear Stationarity Tests. Working Papers No. 485 / G. Chortareas, G. Kapetanios, M. Uctum. – London : University of London, 2004. – 12 p.

179. Christie T. The Effect Of Government Spending On Economic Growth: Testing The Non-Linear Hypothesis / T. Christie // *Bulletin of Economic Research*. – 2014. – Vol. 66. – Issue 2. – P. 183–204.

180. Clavijo S. Anatomy of public sector deficits in latin America / S. Clavijo // XVII Regional Seminar on Fiscal Policy, (Santiago, 24-27 January 2005). – Santiago : CEPAL, 2005. – 22 p.

181. Clements B. External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries. IMF Working Paper No. WP/03/249 / B. Clements, R. Bhattacharya, T. Q. Nguyen. – Washington : IMF, 2003. – 24 p.

182. Coenen G. Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the euro area / G. Coenen, R. Straub // *International Finance*. – 2005. – Vol. 8. – No. 3. – P. 435-470.

183. Connolly M. Government Consumption Spending Inhibits Economic Growth in the OECD Countries [On-line resource] / M. Connolly, C. Li. – 2014. – Retrieved from : <https://danieljmitchell.files.wordpress.com/2014/07/21-connolly-and-li-siena-2014.pdf>

184. Considine J. Tales of Expansionary Fiscal Contractions in Two European Countries: Hindsight and Foresight. Working Paper No. 0120 / J. Considine, D. Duffy. – Galway : Department of Economics, National University of Ireland, 2007. – 33 p.

185. Contessi S. Banking Crises around the World / S. Contessi, H. El-Ghazaly. – The Regional Economist, 2011. – 17 p.

186. Corsetti G. Twin deficits: Squaring theory, evidence and common sense / G. Corsetti, G. J. Müller // Economic Policy. – 2006. – Vol. 48. – No. 38. – P. 598–638.

187. Cwik T. Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area. CEPR Discussion Papers No. 7389 / T. Cwik, V. Wieland. – London : Centre for economic policy research, 2010. – 51 p.

188. Das U. Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications / U. Das, M. Papapioannou, G. Pedras, F. Ahmed, J. Surti // IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department Authorized. – 2010. – 27 p.

189. Daud S. N. M. Debt-Growth nexus: A spatial econometrics approach for developing countries / S. N. M. Daud, J. M. Podivinsky // Transition Studies Review. – 2011. – Vol. 18. – Issue 1. – P.1–15.

190. Davig T. Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory. NBER Working Paper No. 11212 / T. Davig, E. M. Leeper. – Massachusetts : NBER, 2005. – 49 p.

191. Davig T. Temporarily Unstable Government Debt and Inflation / T. Davig, E. M. Leeper // IMF Economic Review, Palgrave Macmillan. – 2011. – Vol. 59. – Issue 2. – P. 233–270.

192. Davig T. Unfunded liabilities and uncertain fiscal financing / T. Davig, E. M. Leeper, T. Walker // Journal of Monetary Economics, Elsevier, 2010. – Vol. 57. – Issue 5. – P. 600–619.

193. Debtors' prison [On-line resource] / The Economist. – 26 October 2013. – Retrieved from : <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21588382-euro-zone-blighted-private-debt-even-more-government-debt-debtors>

194. Deshpande A. The debt overhang and the disincentive to invest / A. Deshpande // Journal of Development Economics. – 1997. – Vol. 52. – Issue 1. – P. 169–187.

195. Devarajan S. The Composition of Public Expenditure and Economic Growth / S. Devarajan, V. Swaroop, H.-F. Zou // *Journal of Monetary Economics*. – 1996. – Vol. 37. – No. 2. – P. 313–344.

196. Devereux M. Monopolistic Competition, Increasing Returns, and the Effects of Government Spending / M. Devereux, H. Allen, L. Beverly // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1996. – Vol. 28. – Issue 2. – P. 233–254.

197. Doménech R. The Effects of Budget Deficits on National Saving in the OECD / R. Doménech, D. Taguas, J. Varelab // *Economics Letters*. – 2000. – Vol. 69. – Issue 3. – P. 377–383.

198. Dooley M. The Role of the Current Account in Exchange-Rate Determination: A Comment on Rodriguez / M. Dooley, P. Isard // *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press. – 1982. – Vol. 90. – Issue 6. – P. 91–94.

199. Drautzburg T. Fiscal Stimulus and Distortionary Taxation. NBER Working Paper No. 17111 / T. Drautzburg, H. Uhlig. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, 2011. – 40 p.

200. Drine I. Public external debt, informality and production efficiency in developing countries / I. Drine, M. S. Nabi // *Economic Modelling*. – 2010. – Vol. 27. – No. 2. – P. 487–495.

201. Easterly W. «Reliving the 50s: the Big Push, Poverty Traps, and Takeoffs in Economic Development» / W. Easterly // *Journal of Economic Growth*, 2006. – No. 11(4). – P. 289–318.

202. Easterly W. Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation / W. Easterly, S. Rebelo // *Journal of Monetary Economics*. – 1993. – Vol. 32. – No. 3. – P. 417–458.

203. Edwards S. Financial Openness, Sudden Stops, And Current-Account Revers / S. Edwards // *American Economic Review*. – 2004. – Vol. 94. – Issue 2. – P. 59–64.

204. Edwards S. The great exchange rate debate after Argentina / S. Edwards // *North American Journal of Economics and Finance*, 2002. – No. 13. – P. 237–252.

205. Eggertsson G. B. Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap. NBER Working Paper No. 10840 / G. B. Eggertsson, M. Woodford. – Massachusetts : NBER, 2004. – 61 p.

206. Eichengreen B. Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption / B. Eichengreen, R. Hausman, U. Panizza // Conference «Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin.», (New York, 21 November 2002). – New York : Inter-American Development Bank, 2002. – 78 p.

207. Elmendorf D. W. Government Debt. NBER Working Paper No. 6470 / D. W. Elmendorf, N. G. Mankiw. – Washington : NBER, 1998. – 94 p.

208. Erceg C. J. Asymmetric Shocks in a Currency Union with Monetary and Fiscal Handcuffs. International Finance Discussion Paper No. 1012 / C. J. Erceg, J. Lindé. – Washington : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010. – 58 p.

209. Erceg C. J. Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit. International Finance Discussion Papers No. 825 / C. J. Erceg, L. Guerrieri, C. Gust. – Washington : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005. – 45 p.

210. Evans P. Are Consumers Ricardian? Evidence for the United States / P. Evans // *Journal of Political Economy*. – 1988. – Vol. 96. – Issue 5. – P. 983–1004.

211. Federal Reserve Bank of St. Louis : [On-line resource]. – Retrieved from : <https://www.stlouisfed.org/>

212. Feldman M. The Logic of Economic Development: A Definition and Model for Investment [On-line resource] / M. Feldman, T. Hadjimichael, T. Kemeny, L. Lanahan. – Retrieved from: <http://epc.sagepub.com/content/early/2015/11/08/0263774X15614653>

213. Feldstein M. Government deficits and aggregate demand / M. Feldstein // *Journal of Monetary Economics*. – 1982. - Vol. 9. – No. 1. – P. 1-20.



214. Feldstein M. Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Formation / M. Feldstein // *Journal of Political Economy*. – 1974. – Vol. 82. – No. 5. – P. 905–926.

215. Fieleke N. S. International Payments Imbalances in the 1980s: An Overview [On-line resource] / N. S. Fieleke. – Retrieved from : <https://www.bostonfed.org/economic/conf/conf32/conf32a.pdf>

216. Financial Crises: Causes and Indicators. *World Economic Outlook*. – International Monetary Fund, 1998. – P. 78.

217. Fleming J. M. Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates / J. M. Fleming // *International Monetary Fund Staff Papers*. – 1962. – Vol. 9. – No. 10. – P. 369–380.

218. Forbes K. J. One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms / K. J. Forbes // *Journal of International Economics*. – 2007. – Vol. 71. – P. 294–323.

219. Frankel J. A. Managing Macroeconomic Crises. NBER Working Papers No. 10907 / J. A. Frankel, S.-J. Wei. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, 2004. – 86 p.

220. Fratzscher M. 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies / M. Fratzscher, A. Mehl, I. Vansteenkiste // *IMF Economic Review*. – 2011. – Vol. 59. – Issue 4. – P. 683–716.

221. Freebairn J. Federal Budget 2013: Why our unsustainable structural deficit must be tackled. *The Conversation* [On-line resource] / J. Freebairn. – 29 April 2013. – Retrieved from : <http://theconversation.com>, accessed 29/2/13

222. Frenkel J. The Mundell-Fleming Model A Quarter Century Later: A Unified Exposition / J. Frenkel, A. Razin // *Staff Papers – International Monetary Fund*. – 1987. – Vol. 34. – Issue 4. – P. 567–620.

223. Furceri D. The Effects of Fiscal Policy on Output and Debt Sustainability in the Euro Area: a DSGE Analysis. *OECD Economics Department Working Paper No. 770* / D. Furceri, A. Mourougane. – Paris : OECD Economics Department, 2010. – 36 p.

224. Gali J. The new Keynesian approach to monetary policy analysis: Lessons and new directions. Economics Working Papers No. 1075 / J. Gali. – Barcelona : Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra, 2008. – 18 p.

225. Ganelli G. The new open macroeconomics of government debt / G. Ganelli // Journal of International Economics. – 2005. – Vol. 65. – No. 1. – P. 167–184.

226. Garretsen H. Keynesian, non-Keynesian or no effects of fiscal policy changes? The EMU case. CESifo Working Paper No. 570 / H. Garretsen, Bas van Aarle. – Munich : Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research, 2001. – 26 p.

227. Ghosh S. The composition of government spending and growth: is current or capital spending better? / S. Ghosh, A. Gregoriou // Oxford Economic Papers. – 2008. – Vol. 60. – Issue 3. – P. 484–516.

228. Giavazzi F. Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries / F. Giavazzi, M. Pagano // NBER Macroeconomics Annual. – 1990. – Vol. 5. – P. 75–110.

229. Giavazzi F. Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience / F. Giavazzi, M. Pagano // Swedish Economic Policy Review, 1996. – Vol. 3. – No. 1. – P. 67–103.

230. Giavazzi F. Overview: Lessons from Brazil, in Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience 1999 to 2003. NBER Working Paper No. 10390 / F. Giavazzi, I. Goldfajn, S. Herrera. – Cambridge : MIT Press. – 2005. – 48 p.

231. Giavazzi F. Searching for Non-Linear Effects of Fiscal Policy: Evidence from Industrial and Developing Countries / F. Giavazzi, T. Jappelli, M. Pagano // European Economic Review. – 2000. – Vol. 44. – No. 7. – P. 1259–1290.

232. Gilbert C. Can we link concessional debt service to commodity prices? Working Papers No. 0508 / C. Gilbert, A. Tabova. – Trento : University of Trento, 2004. – 48 p.

233. Gnip A. G. Stabilization Effects of Fiscal Policy in Croatia / A. G. Gnip. –Grand Villa Argentina. – 2013. – 49 p.
234. Gorodnichenko Y. Growth of Ukraine's Economy [On-line resource] / Y. Gorodnichenko. – 2014. – Retrieved from : <http://voxukraine.org/2014/05/13/54/>
235. Grechyna D. Public Corruption and Public Debt: Some Empirical Evidence / D. Grechyna. – University of Auckland, Department of Economics. – 2012. – 7 p.
236. Greiner A. Endogenous Growth, Government Debt and Budgetary Regimes / A. Greiner, W. Semmler // Journal of Macroeconomics. – 2000. – Vol. 22. – Issue 3. – P. 363–384.
237. Gupta S. How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises? IMF Working Papers No. 09/160 / S. Gupta, C. Mulas-Granados, E. Baldacci. – Washington: IMF, 2009. – 38 p.
238. Hagen J. Budgetary Consolidations in Europe / J. Hagen, A. Hallett, R. Strauch // Journal of Japanese and International Economics. – 2002. – Vol. 16. – P. 512–535.
239. Hansen G. Fiscal Reform and Government Debt in Japan: a Neoclassical Perspective. NBER Working Paper No. 19431 / G. Hansen, S. Imrohroglu. – Massachusetts : NBER, 2013. – 36 p.
240. Hashemzadeh N. The Dynamics of Current Account and Budget Deficits in Selected Countries in the Middle East and North Africa / N. Hashemzadeh, L. Wilson // International Research Journal of Finance and Economics. – 2006. – Issue 5. – P. 111–129.
241. Havro G. To Benefit From Plenty: Lessons from Chile and Norway OECD Development Centre Policy Brief No. 37 / G. Havro, J. Santiso. – Paris : OECD Development Centre, 2008. – 37 p.
242. Hawkins J. Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview. BIS Policy Papers No. 8 / J. Hawkins, P. Turner. – 2000. – P. 3–59.

243. Hayami Y. From the Washington Consensus to the Post-Washington Consensus: Retrospect and Prospect / Y. Hayami // *Asian Development Review*. – 2003. – Vol. 20. – No. 2. – P. 40–65.

244. Heijdra B. *Foundations of Modern Macroeconomics* / B. Heijdra. – Oxford University Press, 2009. – 816 p.

245. Helbling T. Debt Accumulation in the CIS-7 Countries: Bad Luck, Bad Policies, or Bad Advice? IMF Working Paper No. WP/04/93 / T. Helbling, A. Mody, R. Sahay. – Washington : IMF, 2004. – 42 p.

246. Hernández L. Economic Reforms, Financial Development and Growth: Lessons from the Chilean Experience / L. Hernández, F. Parro // *Cuadernos de Economía*. – 2008. – Vol. 45. – P. 59–103.

247. Hirst P. *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance* / P. Hirst, G. Thompson. – New York : Polity Press, 2001. – 318 p.

248. *History of the Eighties – Lessons for the Future*. – Study prepared by the FDIC's Division of Research and Statistics [On-line resource]. – Vol. I. – Chapter 5. – 1997. – 438. – Retrieved from : <https://www.fdic.gov/bank/historical/history/>

249. Hjelm G. Effects of Fiscal Contractions: The Importance of Preceding Exchange Rate Movements / G. Hjelm // *Scandinavian Journal of Economics*, 2002. – Vol. 104. – No. 3. – P. 423–441.

250. Hori M. Investment Recovery from Financial Crisis: A View from Cross-Country Experiences. IMF Staff Country Report No. 07/131 / M. Hori. – Washington : IMF, 2007. – 49 p.

251. Hoshi T. Defying gravity: how long will Japanese government bond prices remain high? NBER Working Paper No. 18287 / T. Hoshi, T. Ito. – Massachusetts : NBER, 2012. – 63 p.

252. Hostland D. Assessing Debt Sustainability in Emerging Market Economies Using Stochastic Simulation Methods. Policy Research Working Paper No. 3821 / D. Hostland, P. Karam. – Washington : World Bank, 2006. – 34 p.

253. Hsu C.-M. Debt Financing, Public Investment, and Economic Growth in Taiwan / C.-M. Hsu. – NBER, 1995. – Vol. 4. – P. 129–151.
254. Hubbard G. R. Liquidity constraints, fiscal policy, and consumption / G. R. Hubbard, K. L. Judd // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1986. – Vol. 1. – No. 1. – P. 1–50.
255. Huntley J. Federal Debt and the Risk of a Fiscal Crisis / J. Huntley // *CBO Economic and Budget Issue Brief*. – Washington : CBO, July 27, 2010. – 8 p.
256. Ida D. Public Debt and Inflation Dynamics in a Sticky Price Model *International Journal Of Business*. – No. 18(4). – 2013. – P. 351–358.
257. International financial statistics : [On-line resource] / IMF database. – Retrieved from : <http://data.imf.org>
258. Jaeger M. Government Debt & Real Interest Rates in Brazil [On-line resource] / M. Jaeger. – Reviving the «Fiscal» Hypothesis. – Retrieved from : [http://iepecdg.com.br/uploads/texto/CDG\\_2012.pdf](http://iepecdg.com.br/uploads/texto/CDG_2012.pdf)
259. Jalles J. The Impact of Democracy and Corruption on the Debt-Growth Relationship in Developing Countries / J. Jalles // *Journal of Economic Development*. – 2011. – Vol. 36. – No. 4. – P.41–71.
260. Jeanne O. Why do emerging market economies borrow in foreign currency. *IMF Working Paper No. 03/177* / O. Jeanne. – Washington: IMF, 2003. – 37 p.
261. Jönsson K. Fiscal Policy Regimes and Household Consumption / K. Jönsson // *Journal of Public Policy*, 2007. – Volume 27. – Issue 2. – P. 183–214.
262. Joo H. Sovereign Default Risk, Fiscal Adjustment, and Debt Renegotiation [On-line resource] / H. Joo. – 2014. – Retrieved from : <http://people.bu.edu/joohs214/Sovereign%20default%20fiscal%20adjustment.pdf>
263. Kaminsky G. Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? / G. Kaminsky, S. Schmukler // *World Bank Economic Review*. – 2002. – Vol. 16. – No. 2. – P. 171–195.

264. Kaminsky G. L. The Unholy Trinity Of Financial Contagion / G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart, C. A. Vegh // *Journal of Economic Perspectives*. – 2003. – Vol. 17. – Issue 4. – P. 51–74.

265. Kapur I. External Borrowing by the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union: Developments and Policy Issues (June 1997). IMF Working Paper [On-line resource] / I. Kapur, E. Mensbrughe. – Retrieved from : <http://ssrn.com/abstract=882351>

266. Kasekende L. Global Imbalances and the Implications for Africa [On-line resource] / L. Kasekende. – June 2007. – Chapter II. – Retrieved from : [http://www.new-rules.org/storage/documents/bringing\\_balance/kasakende.pdf](http://www.new-rules.org/storage/documents/bringing_balance/kasakende.pdf)

267. Kaufman R. The Political Economy of Latin American Populism / R. Kaufman, B. Stallings // *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. – Washington : NBER, 1991. – P. 15–43.

268. Kearney C. Fiscal Policy and Current Account Performance: International Evidence on the Twin Deficits / C. Kearney, M. Monadjemi // *Journal of Macroeconomics*. – 1990. – Vol. 12. – Issue 2. – P. 197–219.

269. Kellermann K. Debt financing of public investment: On a popular misinterpretation of «the golden rule of public sector borrowing» / K. Kellermann // *European Journal of Political Economy*. – 2007. – Vol. 23. – Issue 4. – P. 1088–1104.

270. Keynes J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money* / Keynes J. M. – London : Macmillan Cambridge University Press, 1936. – 400 p.

271. Kia A. Money, Deficits, Debts and Inflation in Emerging Countries: Evidence from Turkey / A. Kia // *Global Review of Accounting and Finance*. – Vol. – Number 1. – 2010. – P. 136–151.

272. Kim K. *The 1997 Financial Crisis and Governance: The Case Of South Korea*. Kellogg Institute Working Paper No. 272 / K. Kim. – Indiana : The Helen Kellogg Institute for international studies, 2000. – 38 p.

273. Kim S. Twin Deficit or twin divergence? Fiscal policy, current account and real exchange rate in the US / S. Kim, N. Roubini // *Journal of International Economics*. – 2008. – Vol. 74. – Issue 2. – P. 362–383.

274. Kinoshita N. Government Debt and Long-Term Interest Rates. IMF Working Paper No. WP/06/63 / N. Kinoshita. – Washington : IMF, 2006. – 23 p.

275. Kneller R. Fiscal policy and growth: evidence from OECD countries / R. Kneller, M. F. Bleaney, N. Gemmell // *Journal of Public Economics*. – 1999. – Vol. 74. – Issue 2. – P. 171–190.

276. Knight M. Current accounts: What is their relevance for Economic Policymaking? IMF Working Paper No. WP/98/71 / M. Knight, F. Scacciavillani. – Washington : IMF, 1998. – 41 p.

277. Kooths S. Euro Area: Single Currency National Money Creation Demand Side Of Debt. Kiel Working Paper No. 1787 / S. Kooths. – Kiel : Kiel Institute for the World Economy, 2012. – 47 p.

278. Kormendi R. C. Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country evidence / R. C. Kormendi, P. G. Meguire // *Journal of Monetary Economics*. – 1985. – Vol. 16. – Issue 2. – P. 141–163.

279. Kotlikoff L. A Strategic Altruism Model in which Ricardian Equivalence Does Not Hold / L. Kotlikoff, A. Razin, R. W. Rosenthal // *The Economic Journal*. – 1990. – Vol. 100. – No. 403. – P. 1261–1268.

280. Krajewski P. Fiscal deficit, size of the public sector and investment rate – a panel study [On-line resource] / P. Krajewski, M. Mackiewicz. – Retrieved from : [http://congress.utu.fi/epcs2006/docs/C4\\_krajewski.pdf](http://congress.utu.fi/epcs2006/docs/C4_krajewski.pdf)

281. Krugman P. A model of balance of payments crises / P. Krugman // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1979. – Vol. 11. – P. 311–325.

282. Krugman P. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises / P. Krugman // *International Tax and Public Finance*. – 1999. – Vol. 6. – Issue 4. – P. 459–472.

283. Krugman P. Currency Crises Self-Fulfilling / Editors Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg // NBER Macroeconomics Annual. – 1996. – Vol. 11. – MIT Press. – P. 345–407.

284. Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises / P. Krugman. – 7–8 November 2013 – Washington : IMF – 37 p.

285. Krugman P. R. Will There Be a Dollar Crisis? / P. R. Krugman // Economic Policy. – 2007. – Vol. 22. – No. 51. – P. 435–467.

286. Krugman P. What Happened to Asia? / P. Krugman // Global Competition and Integration. – Vol. 4 (series S. Business & Economics). – 1999. – P. 315–327.

287. Kumhof M. Fiscal Deficits and Current Account Deficits. IMF Working Paper No. 09/237 / M. Kumhof, D. Laxton. – Washington : IMF, 2009. – 35 p.

288. Labonte M. The National Debt: Who Bears Its Burden? CRS Report for Congress [On-line resource] / M. Labonte, G. E. Makinen. – 28 February 2008. – Retrieved from : <file:///I:/nps61-071012-05.pdf>

289. Lal D. Notes on money debt and alternative monetary regimes for brazil / D. Lal. – Los Angeles, University of California. – 1993. – 23 p.

290. Lambertini L. Exchange Rates and Fiscal Adjustments: Evidence from the OECD and Implications for the EMU / L. Lambertini, J. Tavares // Contributions to Macroeconomics. – 2003. – Vol. 5. – Issue 1. – 14 p.

291. Landau D. L. Government Expenditure and Economic Growth: A Cross-Country Study / D. L. Landau // Southern Economic Journal. – 1983. – Vol. 49. – No. 3. – P. 783–792.

292. Lane P. R. The Trade Balance and Fiscal Policy in the OECD / P. R. Lane, R. Perotti // European Economic Review. – 1998. – Vol. 42. – Issues 3–5. – P. 887–895.

293. Lane P. R. Empirical Perspectives on Long-Term External Debt / P. R. Lane // Journal of Macroeconomics. – 2003. – Vol. 4. – Issue 1. – P. 1–23.



294. Laubach T. New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt / T. Laubach // *Journal of the European Economic Association*. – 2003. – Vol. 7. – Issue 4. – P. 858–885.

295. Leeper E. Dynamics of Fiscal Financing in the United States / E. Leeper, M. Plante, N. Traum // *Journal of Econometrics*. – 2010. – Vol. 156. – Issue 2. – P. 304–321.

296. Legrenzi G. Debt Sustainability and Financial Crises: Evidence from the GIIPS. CES Ifo Working Paper No. 3594 / G. Legrenzi, C. Milas. – Munich : Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research, 2011. – 10 p.

297. Levchenko A. Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? / A. Levchenko, P. Mauro // *IMF Working Paper Research Department*. – 2006. – 23 p.

298. Levit M. R. The «Fiscal Cliff» and the American Taxpayer Relief Act of 2012 / M. R. Levit, M. L. Crandall-Hollick, J. Hahn, J. Monke, J. Mulvey, J. M. Whittaker // *CRS Report for Congress*. – Washington : Congressional Research Service, 2013. – 15 p.

299. Lewisy V. Government Spending, Consumption, and the Extensive Investment Margin / V. Lewisy, R. Winklerz. – TU Dortmund University. – 2013. – 49 p.

300. Lin J. Economic development and transition: thought, strategy, and viability. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – 170 p.

301. Linnemann L. Fiscal Policy in the New Neoclassical Synthesis / L. Linnemann, A. Schabert // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2003. – Vol. 35. – Issue 6. – P. 91–129.

302. Ludvigson S. The macroeconomic effects of government debt in a stochastic growth model / S. Ludvigson // *Journal of Monetary Economics*. – 1996. – Vol. 38. – Issue 1. – P. 25–45.

303. Lynn T. The Paradox of Plenty: Oil Booms and Petro-States / T. Lynn // *University of California Press*, 1997. – 380 p.

304. Lynnyk O. «Win-win deal»: prospects and risks for Ukraine // «Litteris et artibus»: 5th international youth science forum proceedings (Lviv, November 26-28, 2015) / Lviv: Lviv Polytechnic Publishing House, 2015. – P. 240-241.

305. Manasse P. Predicting Sovereign Debt Crises / P. Manasse, N. Roubini, A. Schimmelpfennig // IMF Working Paper. Fiscal Affairs Department. – 2003. – 41 p.

306. Manzano O. Resource Curse or Debt Overhang? NBER Working Paper No. w8390 / O. Manzano, R. Rigobon. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, 2001. – 37 p.

307. Mariano R. Sustainable external debt levels: Estimates for selected Asian countries. SMU Economics and Statistics Working Paper no. 07-2005 / R. Mariano, D. Villanueva. – Singapore : Singapore Management University, 2005. – 25 p.

308. Martner R. Public Debt Indicators in Latin American Countries: Snowball Effect, Currency Mismatch and the Original Sin / R. Martner, V. Martner, R. Tromben, V. Tromben // 42 Conference «The sixth Banca d'Italia workshop on public finances», (Rome, 1-3 April 2004). – Perugia, 2004. – 34 p.

309. Marzo M. Optimal Opportunistic Monetary Policy in a New-Keynesian Model. Research Papers in Economics No. 2006:8 / M. Marzo, I. Strid, P. Zagaglia. – Stockholm : Stockholm University, Department of Economics, 2006. – 35 p.

310. Melina G. Debt Sustainability, Public Investment, and Natural Resources in Developing Countries: the DIGNAR Model. IMF Working Paper No. WP/14/50 / G. Melina, Sh.-Ch. Yang, L.-F. Zanna. – Washington : IMF, 2014. – 40 p.

311. Mendoza E. G. Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries : The Tale of the Tormented Insurer. NBER Working Papers No. 12586 / E. G. Mendoza, P. M. Oviedo. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, 2006. – 50 p.

312. Miller S. Co-Integration and Error Correction Model: The Temporal Causality Between Government Taxes and Spending / S. Miller, S. dan Russek // *Southern Economic Journal*. – 1990. – Vol. 57. – No. 1. – P. 221–229.

313. Missale A. The Debt Burden and Debt Maturity / A. Missale, O. Blanchard // *American Economic Review*, American Economic Association. – 1994. – Vol. 84. – Issue 1. – P. 309–319.

314. Moraga J. Fiscal Sustainability And public debt In an endogenous Growth model. ECB Working Paper No. 0395 / J. Moraga, J.-P. Vida. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. – 42 p.

315. Morita H. Expansionary Effect of an Anticipated Fiscal Policy on Consumption in Japan / H. Morita // Graduate School of Economics. – Hitotsubashi University. – 2011. – 36 p.

316. Muller A. Real Estate Bubbles and the Economic Crises: The Role of Credit Standards and the Impact of Tax Policy / A. Muller, R. Almy, M. Engelschalk // *Journal of Property Tax Assessment & Administration*. – 2010. – Vol. 7. – Issue 1. – P. 13–36.

317. Mundell R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates / R. A. Mundell // *Canadian Journal of Economics and Political Science*. – 1963. – Vol. 29. – No. 4. – P. 475–485.

318. Nautet M. Economic impact of the public debt / M. Nautet, L. van Meensel // *Economic Review*. – 2011. – Vol. 231. – Issue 2. – P. 7–19.

319. Neri S. The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area. Working Paper No. 1007 / S. Neri, T. Ropele. – Banca D'Italia. – 2015. – 46 p.

320. Normandin M. Budget Deficit Persistence and the Twin Deficit Hypothesis / M. Normandin // *Journal of International Economics*. – 1999. – Vol. 49. – No. 1. – P. 171–193.

321. Novak M. Slovenian banks reduced bad loans by 630 million euros in Jan-Sept 2015 [On-line resource] / M. Novak // Reuters. – Retrieved from : <http://www.reuters.com/article/slovenia-banks-idUSL8N13J3P320151124>

322. Obstfeld M. Speculative Attack and the External Constraint in a Maximizing Model of the Balance of Payments. NBER Working Paper No. 1437 / M. Obstfeld. – Massachusetts : NBER, 1984. – 41 p.

323. Ocampo J. A. Policy space and the changing paradigm in conducting macroeconomic policies in developing countries. BIS papers No. 36. / J. A. Ocampo, R. Vos. – Atlanta : Bank for International Settlements. –2005. – P. 28–45.

324. OECD Economic Surveys Slovenia [On-line resource]. – Retrieved from : <http://www.oecd.org/eco/surveys/Slovenia-2015-overview.pdf>

325. Palley T. I. Keynesian, Classical and New Keynesian Approaches to Fiscal Policy: Comparison and Critique. IMK Working Paper No. 96-2012 / T. I. Palley. – Düsseldorf : The Macroeconomic Policy Institute, 2012. – 40 p.

326. Perotti R. Fiscal Policy When Things are Going Badly / R. Perotti // The Quarterly Journal of Economics. – 1999. – Vol. 114. – No. 4. – P. 1399–1436.

327. Pessoa M. Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank / M. Pessoa, M. Williams // Technical Notes and Manuals. – Washington : International Monetary Fund, 2012. – 24 p.

328. Ploeg F. Do social policies harm employment and growth? CESifo Working Paper No. 886 / F. Ploeg. – Munich : Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research, 2003. – 28 p.

329. Pontines V. Episodes of Large Exchange Rate Appreciations and Reserves Accumulations in Selected Asian Economies: Is Fear of Appreciation Justified? CAMA Working Papers / V. Pontines, R. Siregar. – 2012. – 31 p.

330. Poot J. A Synthesis of Empirical Research on the Impact of Government on Long-Run Growth / J. Poot // Growth and Change. – 2000. – Vol. 31. – No. 4. – P. 516–46.

331. Pop-Eleches G. From Economic Crisis to Reform: IMF Programs in Latin America and Eastern Europe / G. Pop-Eleches // Princeton University Press, 2008. – 368 p.

332. Pozzi L. Government debt, imperfect information and fiscal policy effects on private consumption. Working paper No. 2001/125 / L. Pozzi. – Gent : Universiteit Gent, 2001. – 42 p.

333. Prasad E. Foreign Capital and Economic Growth / E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 2007. – 38. – Issue 1. – P. 153–230.

334. Public Debt in Macroeconomic Analysis [On-line resource] / The public debt management network for emerging markets. – Retrieved from: <http://www.publicdebtnet.org/public/PUBLIC-DEB/>

335. Rajan R. G. Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications. NBER Working Paper No. 7764 / R. G. Rajan, D. W. Diamond. – 2000. – 41 p.

336. Reinhart C. Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // *American Economic Review*. – Vol. 100. – No. 2. – 2010. – P. 573–578.

337. Reinhart C. M. The liquidation of government debt. NBER Working Paper No. 16893 / C. M. Reinhart, M. B. Sbrancia. – Washington : NBER, 2011. – 64 p.

338. Reinhart C. M. Debt Intolerance. NBER Working Papers No. 9908 / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, M. A. Savastano. – Washington : NBER, 2003. – 27p.

339. Reinhart M. C., Rogoff K. S. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper No. 13882. – Washington: NBER, 2008. – 123 p.

340. Remmer K. L. Democracy and Economic Crisis: The Latin American Experience / K. L. Remmer // *World Politics*. – 1990. – Vol. 43. – No. 3. – P. 315–335.

341. Rennhack R. Financial Dollarization in Latin America. IMF Working Paper No. WP/06/7 / R. Rennhack, M. Nozaki. – Washington : IMF, 2006. – 34 p.

342. Ricciuti R. Assessing Ricardian equivalence / R. Ricciuti // *Journal of Economic Surveys*. – 2003. – Vol. 17. – Issue 1. – P. 55–78.

343. Riffai R. Global Commodity Bubbles & Financial Collapse What Causes Recessions What Causes Recessions [On-line resource] / R. Riffai. – Retrieved from :

[http://www.apbsrilanka.org/articales/21\\_ann/21\\_pdf\\_docs/18\\_Riyad\\_Riffai.pdf](http://www.apbsrilanka.org/articales/21_ann/21_pdf_docs/18_Riyad_Riffai.pdf)

344. Rosenberg M. The Deutsche Bank Guide to Exchange-rate Determination: A Survey of Exchange Rate Forecasting Models and Strategies / M. Rosenberg, D. Folkerts-Landau // Dt. Bank AG London, 2002. – 158 p.

345. Roubini N. Current Account and Budget Deficits in an Intertemporal Model of Consumption and Taxation Smoothing. A Solution to the «Feldstein-Horioka Puzzle»? NBER Working Papers No. 2773 / N. Roubini. – Washington : NBER, 1988. – 51 p.

346. Sachs J. D. The big push, natural resource booms and growth / J. D. Sachs, A. M. Warner // Journal of Development Economics. – 1999. – Vol. 59. – Issue 1. – 1999. – P.43–76.

347. Schclarek A. Consumption and keynesian fiscal policy. CESifo Working paper No. 1310 / A. Schclarek. – Munich : Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research, 2004. – 27 p.

348. Schclarek A. External Debt and Economic Growth in Latin America [On-line resource] / A. Schclarek, F. Ramon-Ballester // Working paper, 2004. – 37 p. – Retrieved from : <http://www.cbaeconomia.com/Debt-latin.pdf>

349. Sen H. The relative effectiveness of Monetary and Fiscal Policies on growth: what does long-run SVAR model tell us? MPRA Paper No. 65903 / H. Sen, A. Kaya // Yildirim Beyazıt University. – Turkey. – 2015. – 24 p.

350. Sen S. Debt overhang and economic growth—the Asian and the Latin American experiences / S. Sen, K. Kasibhatla, D. Stewart // Economic Systems. – Vol. 31. – No. 1. – 2007. – P. 3–11.

351. Shevchuk V., Lynnyk O. Public Foreign Debt and Economic Growth in Ukraine / V. Shevchuk, O. Lynnyk // Zeszyty Naukowe. – Vol. 7. – Issue 943. – 2015. – P.61-78.

352. Sinha A. Government debt, learning and the term structure / A. Sinha // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2015. – Vol. 53. – Issue 1. – P. 268–289.

353. Sirasootorn P. Electricity Tariff Regulation in Thailand: Analyses and Applications of Incentive Regulation [On-line resource] / P. Sirasootorn. – Retrieved from : <http://ssrn.com/abstract=1806173> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1806173>

354. Snowdon B. Modern Macroeconomics: Its Origins, Development And Current State / B. Snowdon, H. Vane. – Edward Elgar Pub, 2005. – 807 p.

355. Stambuli P. K. Causes and Consequences of the 1982 World Debt Crisis? [On-line resource] / P. K. Stambuli. – 1998. – 35 p. – Retrieved from : <http://econwpa.repec.org/eps/if/papers/0211/0211005.pdf>

356. Strulik H. Fiscal Stimulus: A Neoclassical Perspective. Discussion Paper No. 421 / H. Strulik, T. Trimborn. – Leibniz : Leibniz Universitat Hannover, 2009. – 26 p.

357. Sutherland A. Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy? / A. Sutherland // Journal of public economics, 1997. – Vol. 65. – No. 2. – P. 147–162.

358. Swan W. Budget speech, Budget 2010–11, Commonwealth of Australia, Canberra [On-line resource] / W. Swan. – Retrieved from : [www.budget.gov.au](http://www.budget.gov.au)

359. Swaray R. B. Primary Commodity Dependence and Debt Problem in Less Developed Countries / R. B. Swaray // Applied Econometrics and International Development. – 2005. – Vol. 5. – P. 131–142.

360. The Stability and Growth Pact [On-line resource]. – Retrieved from : <http://www.europa.eu/scadplus/leg/en/s01040.htm>

361. Tiruneh M. An Empirical Investigation Into The Determinants Of External Indebtedness / M. Tiruneh // Prague Economic Papers. – 2004. – Vol. 2004. – No. 3. – P. 261–277.

362. Towbin P. Limits of Floats: The Role of Foreign Currency Debt and Import Structure Preliminary. HEID Working Paper No. 01/2010 / P. Towbin,

S. Weber. – Geneva : Graduate Institute of International and Development Studies, 2010. – 30 p.

363. Treichel V. Stabilization Policies and Structural Reforms in Albania Since 1997. – Achievements And Remaining Challenges / V. Treichel. – IMF Policy Discussion Paper. – 2002. – 28 p.

364. U.S. Department of the Treasury : [On-line resource]. – Retrieved from : <https://www.treasury.gov/>

365. Veigel K. More than one hundred years of Currency Crises in Argentina: A Generational Change? [On-line resource] / K. Veigel. – Universidad del CEMA. – Retrieved from : <http://www.ucema.edu.ar/conferencias/download/Currency%20Crises%20in%20Argentina.pdf>

366. Volcker P. A. Facing Up to the Twin Deficits / P. A. Volcker // Challenge. – 1987. – Vol. 27. – No. 2. – P. 4–9.

367. Wheeler G. Sound Practice in Government Debt Management / G. Wheeler. – Washington : World Bank, 2012. – 211 p.

368. Wolswijk G. Fiscal Policy: Current Issues and Challenges / G. Wolswijk, J. Haan. – Roma : Banca d'Italia, 2004. – P. 761–781.

369. World debt tables 1990-91 : external debt of developing countries. – Washington : The World Bank, 1991. – 270 p.

370. World Development Report 1994: Infrastructure for Development [On-line resource]. – Retrieved from : <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5977>

371. World economic outlook : [On-line resource] / IMF database. – Retrieved from : <http://data.imf.org>

372. World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth. – Washington : International Monetary Fund, 2012. – 228 p.

373. Yaari M. Uncertain lifetime, life insurance and the theory of the consumer / M. Yaari // Review of Economic Studies. – 1965. – Vol. 32. – P. 137–150.



374. Yakita A. Sustainability of public debt, public capital formation, and endogenous growth in an overlapping generations setting / A. Yakita // *Journal of Public Economics*. – 2008. – Vol. 92. – No. 3-4. – P. 897–914.

375. Yared P. Politicians, Taxes and Debt / P. Yared // *Review of Economic Studies*. – Vol. 77. – No. 4. – 2010. – 806–840.

376. Ye Y. Macroeconomics Framework Considered Risk Factors: Based on Default Distance / Y. Ye, J. Yang, L. Song, P. Zhang // *Romanian Journal for Economic Forecasting*. – 2013. – Vol. – Issue 4. – P. 124–133.

377. Yepifanov A. Specifics of national debt management and its consequences for the Ukrainian economy / A. Yepifanov, V. Plastun // *Banks and Bank Systems*. – 2010. – Volume 5. – Issue 4. – P. 42–46.

378. Zakaria M. Interlinkages between openness and foreign debt in Pakistan / M. Zakaria. – *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2012. – № 13(1). – P. 161–170.

379. Zumbrun J. Bernanke Says Unemployment Will ‘Remain Elevated [Online resource] / J. Zumbrun, S. Lanman. – Retrieved from : <http://www.bloomberg.com/news/2011-02-09/bernanke-says-unemployment-in-u-s-to-remain-elevated-even-after-decline.html>

## ДОДАТКИ

## Додаток А

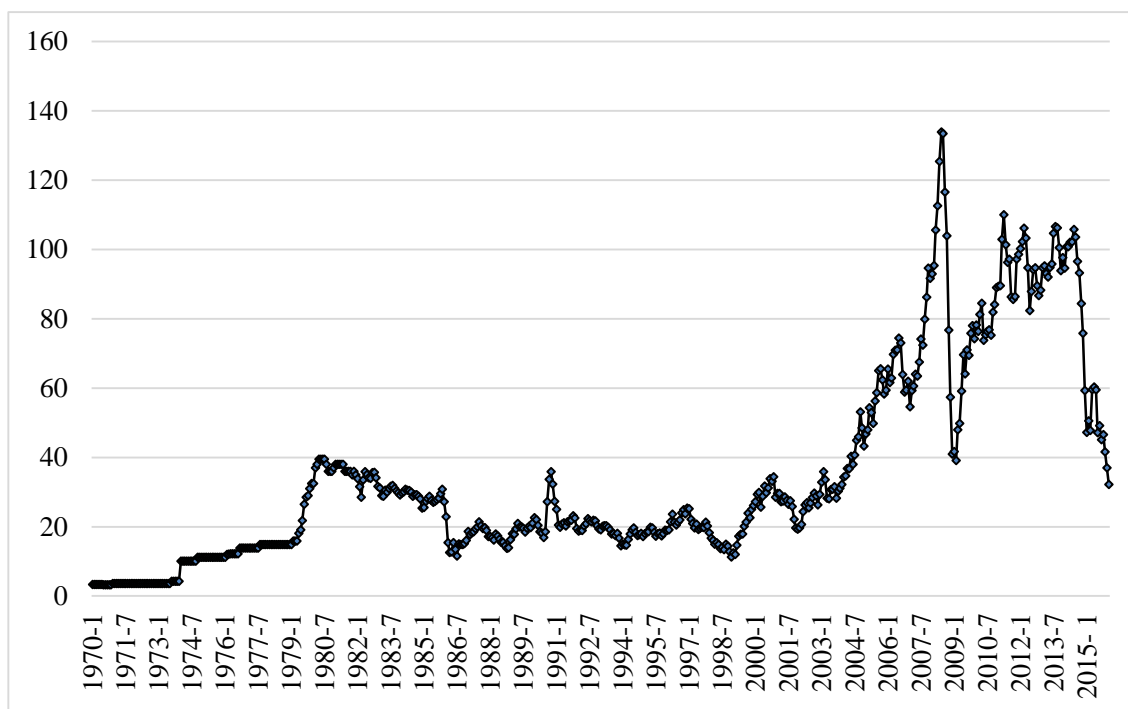


Рис. А.1. Зростання цін на сиру нафту (дол. США за барель), 1970–2016 рр.

Джерело: складено на основі даних [18]

## Додаток Б

Таблиця Б.1

Теоретичні передбачення наукових шкіл щодо впливу боргового фінансування урядових видатків

	Класична	Кейнсіанська	Неокласична	Неокейнсіанська
Основні положення	Повна зайнятість, заробітна плата та ціни ідеально гнучкі	Неповна зайнятість, відсутність цінової гнучкості	Повна зайнятість, заробітна плата та ціни гнучкі, раціональні очікування, механізм вирівнювання не ідеальний	Неповна зайнятість, відсутність цінової гнучкості, недосконала конкуренція, поєднання монетарної та фіскальної політики, прогностичні очікування споживачів
Приватні заощадження, споживання	Зниження заощаджень	Підвищення сукупного попиту	Зниження споживання	Підвищення сукупного попиту
Відсоткова ставка	Підвищується	Підвищується	Підвищується	Підвищення відсоткової ставки <sup>76</sup>
Поточний рахунок	Платіжний баланс прямує до рівноваги через коливання зовнішніх та внутрішніх порівняльних цін	За умови підвищення попиту на імпорتنі товари виникає дефіцит поточного рахунку, який надалі корегується зниженням обмінного курсу	Зовнішні дисбаланси та коливання обмінного курсу не потребують політичної реакції, оскільки розглядаються як оптимізаційні рішення, прийняті в умовах повної зайнятості та цінової гнучкості. Структурні зрушення поточного рахунку віддзеркалюють ринкову реакцію на послаблення граничної ліквідності на зовнішні запозичення	Надходження валюти зміцнює обмінний курс, погіршує поточний рахунок. За умови підвищення відсоткової ставки збільшуються потоки капіталу, в основному спекулятивного, що призводить до девальвації

<sup>76</sup> За нульової відсоткової ставки бюджетний дефіцит може бути експансійним або рестрикційним залежно від його взаємодії з очікуваннями щодо довгострокових видатків та податків. У такому разі результат фіскальної політики залежатиме від політичного режиму (управління бюджетом у коротко-, середньо- та довгостроковому періодах).

## Продовження таблиці Б.1

Рівень цін	Інфляція залежить від грошової маси. Поки не змінюється рівень грошової маси на інфляцію не впливають ані борг, ані податки	Інфляція зростає, якщо сукупний попит зростає понад природний рівень ВВП	За неможливості дотримання бюджетного обмеження виникає необхідність збільшення грошової маси для фінансування поточного дефіциту	Зростання боргу чинить висхідний тиск на ціни, особливо в умовах очікування кризових явищ
Зростання	Присутній ефект витіснення, зниження рівня зростання економіки; економіка зростає завдяки технологічному прогресу та акумуляції капіталу	Можливе за споживчих та інвестиційних урядових видатків, монетарні наслідки торгівлі для зростання ігноруються	Можливе за умови продуктивних інвестицій; темпи зростання визначаються темпами нагромадження капіталу, зростання робочої сили та НТП	Стимулювання попиту в короткому періоді, що в подальшому вимагає корекції

Джерело: складено на основі даних [215; 289; 147; 256].

## Додаток В

Таблиця В.1

Емпіричні оцінки впливу фіскальних шоків на споживання в розвинутих країнах і країнах, що розвиваються

Рік	Автор(и)	Методологія дослідження	Змінні	Країни та період дослідження	Результати
1982 р.	М. Фельдштейн	OLS і 2SLS	Споживчі витрати, поточний дохід, ринкова вартість активів, видатки бюджету, податкові надходження, урядові трансферти та державний борг	ОЕСР, 1930–1977 рр.;	Заперечення тотожності Рікардо
1990 р.	Ф. Гявацці та М. Пагано	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Податки, видатки, грошова маса, споживання	10 країн ОЕСР; Бельгія, Данія, Франція, Німеччина, Ірландія, Італія, Нідерланди, Іспанія, Швеція, Великобританія, 1973–1989 рр.	Обернений зв'язок для Данії та Ірландії між фіскальною політикою та споживанням
1996 р.	Ф. Гявацці та М. Пагано	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Дохід, приватне споживання, інвестиції, податки, трансферти, державний борг, урядове споживання	19 країн ОЕСР, 1976–1992 рр.	Обернений зв'язок між державним споживанням і приватними заощадженнями залежить від способу та довготривалості
2001 р.	А. Афонсо	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Приватне споживання, дохід, податки, борг	15 країн-членів ЄС, 1970–1999 рр.	Результати фіскальної політики залежать від різних інституційних умов (від частки існування нераціональних споживачів, від відсоткової ставки, способу фіскальної консолідації)
2002 р.	Г. Гельм	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними, Панельний аналіз	Реальний ефективний обмінний курс, пропозиція грошової маси, державні видатки та надходження у % від ВВП	19 країн ОЕСР, 1970–1997 рр.	Результати фіскальної політики залежать від монетарних ефектів (зміна бмінного курсу перед і протягом фіскальної консолідації, зміна грошової маси)

## Продовження таблиці В.1

2002 р.	Б. Аарле, Г. Гаретсен	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними, Панельний аналіз	Споживання, дохід, податки, трансферти, урядове споживання, відсоткова ставка	Країни-члени ЄС і Австралія, Канада, Японія, Нова Зеландія, Норвегія, США, 1990–1998 рр., 1970–2000 рр.	Залежить від розміру та тривалості фіскальних дій, а також від умов економічного середовища
2006 р.	А. Афонсо	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Приватне споживання, ВВП, видатки бюджету, соціальні трансферти, податки	15 країн-членів ЄС, 1970–2005 рр.	Підтвердження існування некейнсіанських ефектів; залежність від різних факторів
1999 р.	Р. Перотті	Векторна авторегресія (VAR)	Рівень державної заборгованості до ВВП, споживання, державні видатки та податки	Країни ОЕСР, 1965–1994 рр.	Чим більший рівень державної заборгованості до ВВП, тим більша ймовірність некейнсіанських ефектів
1995 р.	А. Алесіна, Р. Перотті	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Державні видатки, податки, ВВП, інвестиції, трансферти	20 країн ОЕСР, 1960–1992 рр.	Виявлений сильніший вплив скорочення видатків бюджету, ніж підвищення видатків на ефективність фіскальної політики
1997 р.	А. Алесіна, Р. Перотті	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Державні видатки, прямі податки на дохід, непрямі податки, ВВП, інвестиції, трансферти, обмінний курс, відсоткова ставка	Країни ОЕСР, 1960–1975 рр., 1976–1994 рр.	Слабке підтвердження експансійного впливу рестрикційної політики
1999 р.	С. М. Міллер, Ф. С. Рассек	Метод найменших квадратів використований для загальної вибірки	Рівень споживання на д. н., експорт на д. н., урядові витрати на трудові ресурси, рівень інвестицій до ВВП, грошова база (у % від ВВП)	Країни ОЕСР, 1970–1996 рр.	Деяке підтвердження некейнсіанських ефектів
2000 р.	Ф. Гявацці, Т. Джапеллі та М. Пагано	Метод найменших квадратів з наявністю індивідуального ефекту	Рівень національних заощаджень, реальна відсоткова ставка, чисті податки, урядове споживання	Країни ОЕСР, 1973–1996 рр.; країни, що розвиваються, 1960–1995 рр.	Фіскальна рестрикційна політика набуває експансійних ефектів, коли базується не на скороченні податків, а на їх підвищенні

## Продовження таблиці В.1

2001 р.	Й. Хаген, А. Х. Холлет, Р. Штраух	Пробіт модель	Рівень боргу до ВВП, фіскальні змінні, монетарні змінні, ВВП	Країни ОЕСР, 1960–1998 рр.	Немає однозначного висновку
2004 р.	С. Ардагна	OLS pooled	Зростання ВВП на душу населення, видатки бюджету (у % від ВВП), податкові надходження (у % від ВВП), рівні урядового дефіциту та державного боргу	17 країн ОЕСР, 1975–2002 рр.	Підтвердження існування некейнсіанських ефектів
2004 р.	А. Шклярєк	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Приватне споживання, урядове споживання, податкові надходження, дохід домогосподарств, ВВП, населення, рівень безробіття	Для розвинутих країн (19) і країн, що розвиваються (21), 1970–2000 рр.	Прямий зв'язок експансійної політики та споживання
2005 р.	М. Бус'єр, М. Фратчер та Г. Д. Мюллер	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Приватні інвестиції, урядове споживання, баланс державного бюджету та поточний рахунок	21 країна ОЕСР, 1960–2003 рр.	Незначне підтвердження впливу фіскального дефіциту на поточний рахунок
2008 р.	С. Кім, Н.Рубіні	Структурна векторна авторегресія (SVAR)	Баланс державного бюджету та поточного рахунку	США, 1973–2004 рр.	Збільшення фіскального дефіциту призводить до покращення поточного рахунку
2011 р.	Х. Моріта	Векторна авторегресія (VAR)	Реальний ВВП, приватне споживання, зовнішні інвестиції, державні інвестиції, податкові надходження, реальна заробітна плата, години роботи і надлишкова дохідність активів будівельної промисловості	Японія, 1968–2009 рр.	Шоки фіскальної політики, які визначаються як приріст надлишкової дохідності активів підвищують ВВП і споживання постійно. Натомість робоча сила, реальна заробітна плата та інвестиції не демонструють вагомої реакції

## Продовження таблиці В.1

2011 р.	М. Брюкнер, Е. Паппа	Векторна авторегресія (VAR)	ВВП, приватне споживання, урядові споживчі видатки, заробітна плата, короткострокова відсоткова ставка, коефіцієнт зайнятості населення, рівень зайнятості та безробіття, податкові надходження	Канада, 1961–2009 рр.; Австралія, 1968–2009 рр.; Японія, 1980–2009 рр.; Великобританія, 1978–2009 рр.; США, 1964–2009 рр.; Фінляндія, 1990–2009 рр.; Франція, 1978–2009 рр.; Італія, 1980–2009 рр.; Норвегія, 1979–2009 рр.; Швеція, 1982–2009 рр.	Для багатьох країн ОЕСР виявлено, що урядові видатки суттєво впливають на коефіцієнт зайнятості населення, рівень зайнятості та безробіття. Фіскальні експансії також підвищують реальні заробітні плати
2013 р.	А. Гніп	Структурна векторна авторегресія (SVAR)	Випуск, урядові видатки, податкові надходження, рівень цін, відсоткова ставка, приватне споживання, приватні інвестиції, зайнятість, реальна заробітна плата	Хорватія, 1996–2011 рр.	Виявлено класичний кейнсіанський вплив, випуск реагує негативно на податковий шок і позитивно на шок урядових видатків. Негативний вплив податків спричинений непрямыми податками, тоді як позитивний вплив видатків зумовлений урядовим споживанням (не урядовими інвестиціями)
2013 р.	Р. Вінклеж, В. Левіс	Векторна авторегресія (VAR)	ВВП, приватне споживання, урядові споживчі видатки, сукупні інвестиції, податкові надходження, неінституціональне населення, нові реєстрації фірм, чисте формування бізнесу	США, 1948–2011 рр.	Зростання урядових видатків підвищує споживання та входження нових фірм. Тривала експансія забезпечує входження нових фірм, але витісняє споживання через негативний ефект добробуту



## Продовження таблиці В.1

2014 р.	М. Конноллі, Ш. Лі	Метод двокрокових найменших квадратів (2SLS) з інструментальними змінними	Рівень зростання реального ВВП, реальний ВВП на д.н., державні соціальні видатки, кінцеве урядове споживання, державні інвестиції, приватні інвестиції, рівень освіти, частка людей похилого віку	31 країна ОЕСР, 1999–2011 рр.	Урядові споживчі видатки суттєво знижують економічне зростання. Урядові інвестиційні видатки позитивно впливають на зростання
2014 р.	Й. Шен, Ф. Луан, В. Хуанг	Метод найменших квадратів (OLS)	Приватне споживання, наявний дохід (після сплати податків), урядові видатки (на будівництво, культуру та освіту, адміністративний менеджмент)	Китай, 1996–2013 рр.	Зростання сукупного рівня урядових видатків має позитивний вплив на приватне споживання; зростання видатків на будівництво та адміністративний менеджмент має негативний вплив на приватне споживання, а видатки на освіту та культуру – позитивний
2014 р.	С. Альшахрані, А. Альсадіг	Векторна авторегресія (VAR) та векторна авторегресія з корегуванням помилки (VECM)	Зростання ВВП (за виключенням нафти), приватні інвестиції, державні інвестиції, капітальні видатки, поточні видатки, видатки на освіту, видатки на охорону здоров'я, видатки на захист, видатки на житло	Саудівська Аравія, 1969–2010 рр.	Коли приватні внутрішні та державні інвестиції так само, як і видатки на охорону здоров'я, стимулюють зростання в довгостроковому періоді, торговельна відкритість і видатки в сектор нерухомості викликають короткострокове виробництво
2015 р.	С. Себі	Векторна авторегресія (VAR)	Урядові видатки, податкові надходження, випуск, реальна відсоткова ставка	Туреччина, 2002–2014 рр.	Позитивний шок урядових видатків підвищує випуск, податки та реальну відсоткову ставку. Розмір фіскального мультиплікатора порівняно значний протягом перших кварталів. Урядові інвестиційні видатки порівняно зі споживчими мають значно глибший вплив на випуск протягом перших кварталів, хоча такої різниці не виявлено на кінець першого року

Джерело: складено автором на основі даних [213, 228, 229, 92, 249, 226, 91, 326, 99, 100, 312, 231, 238, 110, 347, 159, 273, 315, 155, 233, 299, 183, 177, 105, 171]

## Додаток Д

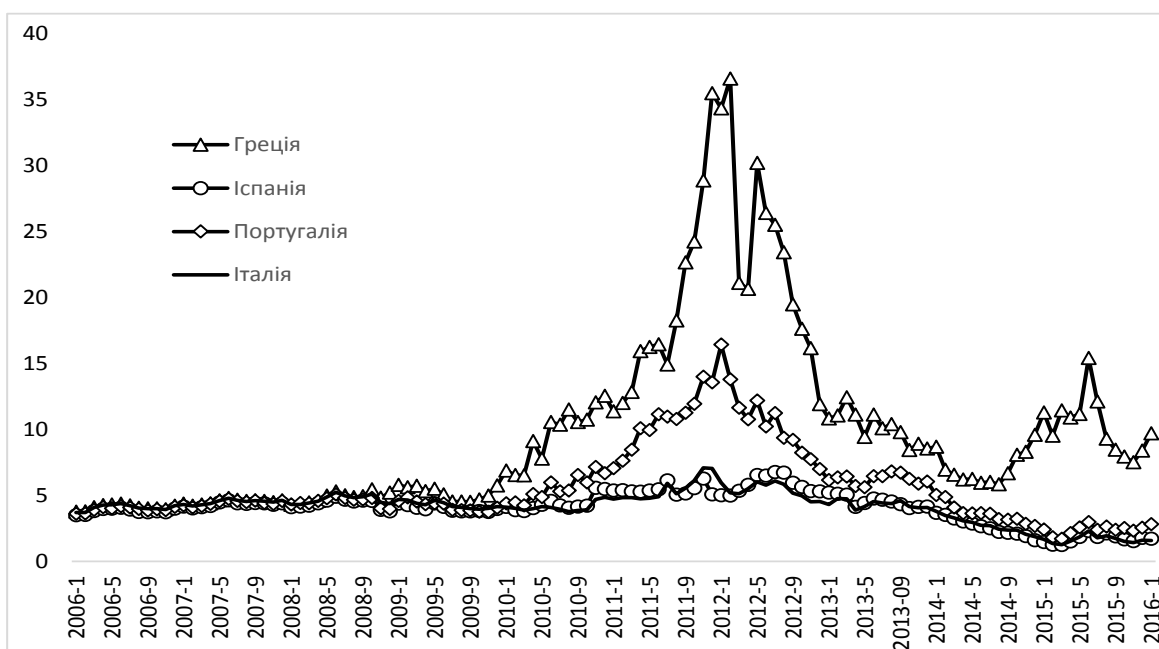


Рис. Д.1. Дохідність 10-річних суверенних облігацій вибраних країн-членів ЄС (2006–2016 рр)

Джерело: складено автором на основі даних [18]

## Додаток Е

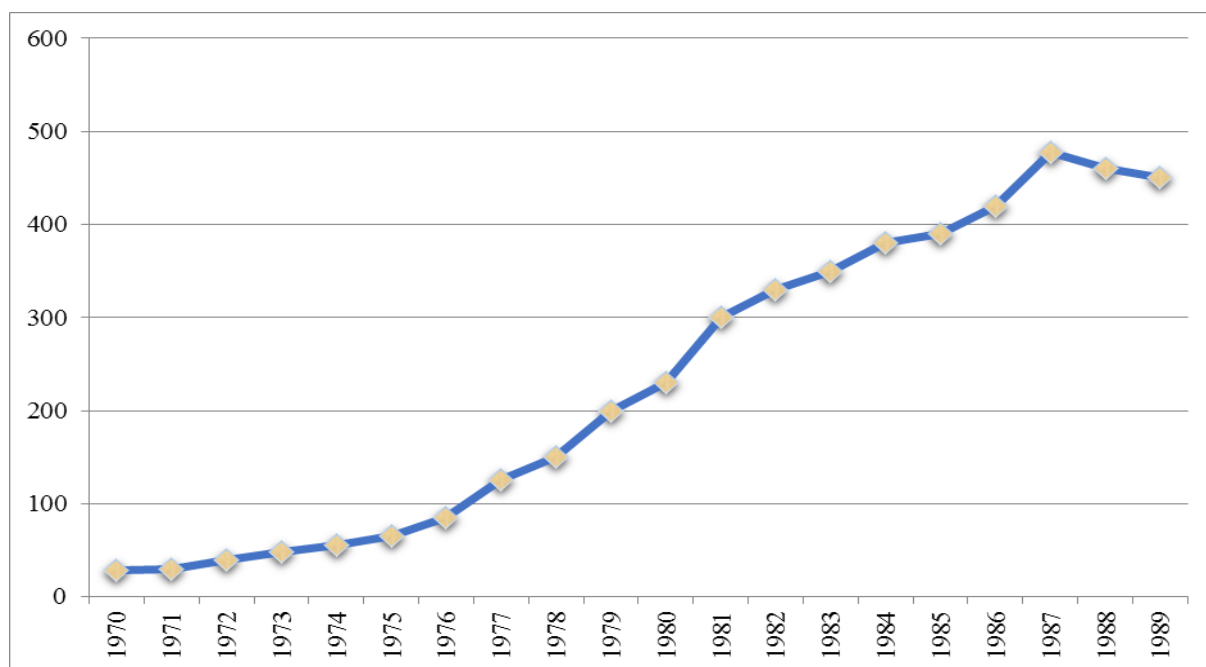


Рис. Е.1. Державний борг у країнах Латинської Америки (млрд дол. США), 1970–1989 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [369]

## Додаток Ж

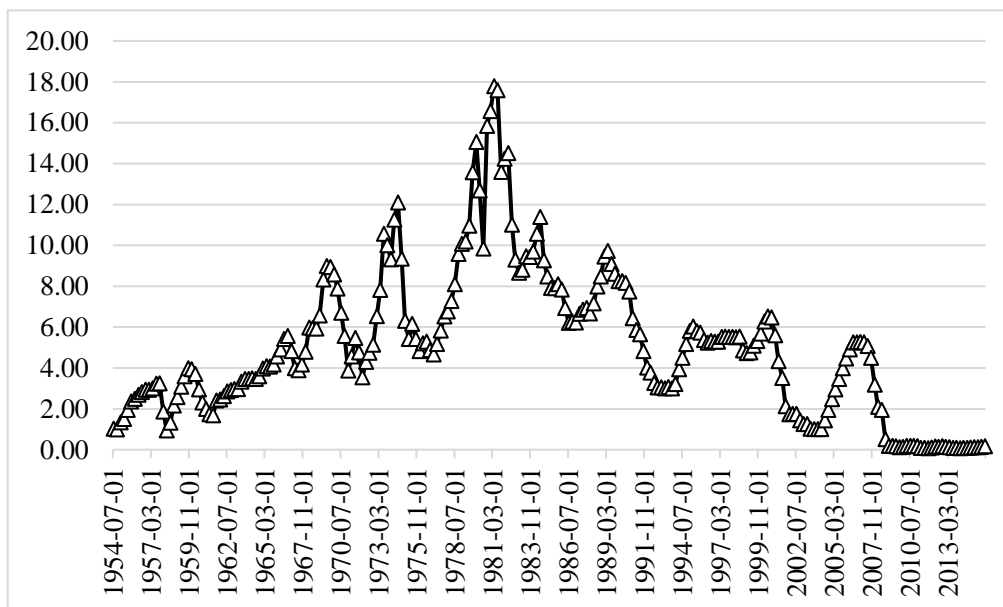


Рис. Ж.1. Відсоткова ставка в США, 1954–2011 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [211]

## Додаток З

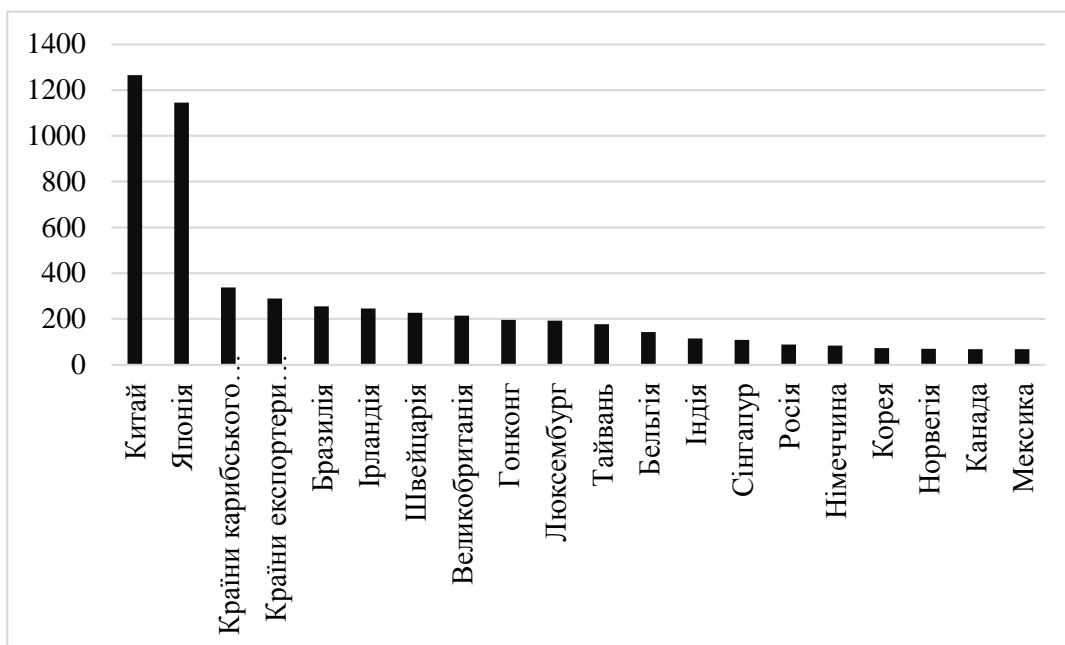


Рис. З.1. Найбільші власники урядових облігацій США (млрд дол. США) станом на кінець 2015 р.

Джерело: складено автором на основі даних [364]

## Додаток К

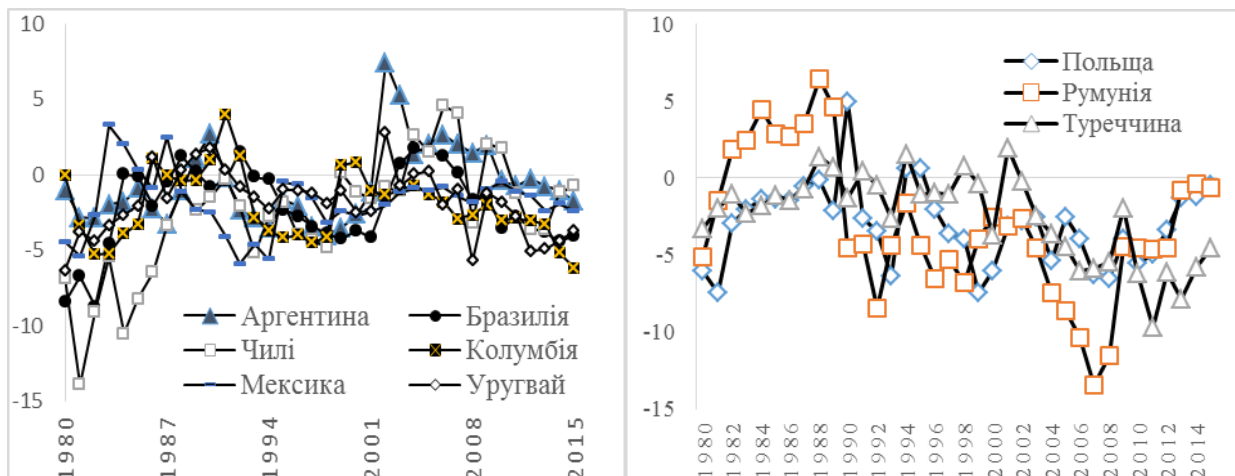
Таблиця К.1

Дефолт і реструктуризація у Європі та Латинській Америці, ХХ–2016 р.

Країна, рік проголошення незалежності	Роки			
	1900–1924	1925–1949	1950–1974	1975–2016
<b>Європа</b>				
Австрія		1938, 1940		
Німеччина		1932, 1939		
Греція		1932		2012
Угорщина, 1918		1932, 1941		
Польща, 1918		1936, 1940		1981
Румунія		1933		1981, 1986
Росія	1018			1991, 1998
Туреччина	1915	1931, 1940		1978, 1982
<b>Латинська Америка</b>				
Аргентина			1951, 1956	1982, 1989, 2001, 2014
Болівія		1931		1980, 1986, 1989
Бразилія	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
Чилі		1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974	1983
Колумбія	1900	1932, 1935		
Коста-Ріка	1901	1932	1962	1981, 1983, 1984
Домініканська республіка		1931		1982, 2005
Еквадор	1906, 1909, 1914	1929		1982, 1999, 2009
Ель Сальвадор	1921	1932, 1938		
Гватемала		1933		1986, 1989
Гондурас				1981
Мексика	1914	1928		1982
Нікарагуа	1911, 1915	1932		1979
Панама, 1903		1932		1983, 1987
Парагвай	1920	1932		1986, 2003
Перу		1931	1969	1976, 1978, 1980, 1984
Уругвай	1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
Венесуела				1983, 1990, 1995, 2004

Джерело: [339, с. 123]

## Додаток Л



а) країни Латинської Америки;

б) країни Європи;

Рис. Л.1. Поточний рахунок у вибраних економіках (% від ВВП), 1980–2015 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [371]

## Додаток М

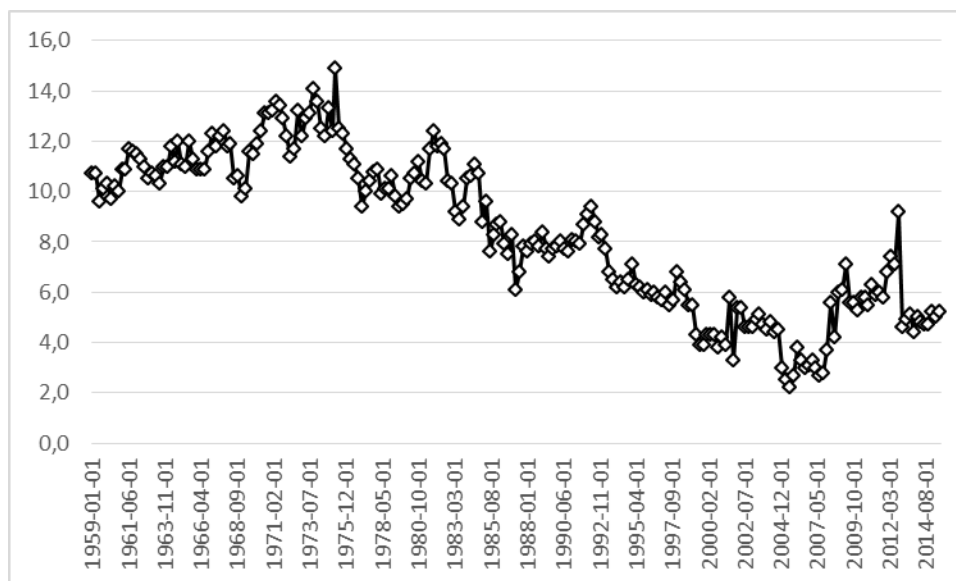


Рис. М.1 Рівень приватних заощаджень у США (%), 1959–2015 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [211]

## Додаток Н

Таблиця Н.1

## Валютна композиція кредитів домашніх домогосподарств, млн грн (2006–2015 рр.)

Період	Усього	Споживчі кредити					На придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості					Інші кредити				
		усього	у тому числі у розрізі валют				усього	у тому числі у розрізі валют				усього	у тому числі у розрізі валют			
			гривня	долар США	євро	інші валюти		гривня	долар США	євро	інші валюти		гривня	долар США	євро	інші валюти
2006	82,010	58,453	26,093	30,448	1,276	635	20,412	2,417	17,107	463	425	3,145	2,183	736	202	23
2007	160,386	115,032	49,083	62,361	2,130	1,458	40,778	6,079	32,752	693	1,254	4,577	3,241	1,119	188	28
2008	280,490	186,088	66,693	113,773	3,708	1,915	88,352	8,847	76,034	1,298	2,173	6,050	3,282	2,443	297	27
2009	241,249	137,113	52,190	80,906	2,549	1,468	98,792	11,632	83,086	1,548	2,526	5,343	2,847	2,159	311	26
2010	209,538	122,942	52,478	67,033	1,873	1,558	81,953	9,841	69,054	1,090	1,967	4,643	2,439	2,051	125	28
2011	201,224	126,192	71,091	52,602	1,573	926	70,447	12,503	55,694	881	1,370	4,585	3,081	1,402	90	12
2012	187,629	125,011	85,384	37,751	1,181	695	58,427	14,243	42,318	778	1,089	4,191	3,063	1,016	101	9
2013	193,529	137,346	108,224	27,657	939	526	51,447	13,685	36,040	736	985	4,736	3,772	852	104	8
2014	211,215	135,094	95,763	37,357	1,168	808	71,803	11,310	57,873	1,102	1,518	4,318	3,003	1,179	117	18
2015 (листопад)	182,527	110,056	69,193	38,828	1,235	801	68,542	10,673	54,904	988	1,975	3,929	2,587	1,238	89	15

Джерело: складено автором на основі даних [21]

## Додаток П

## Темпи зростання окремих країн

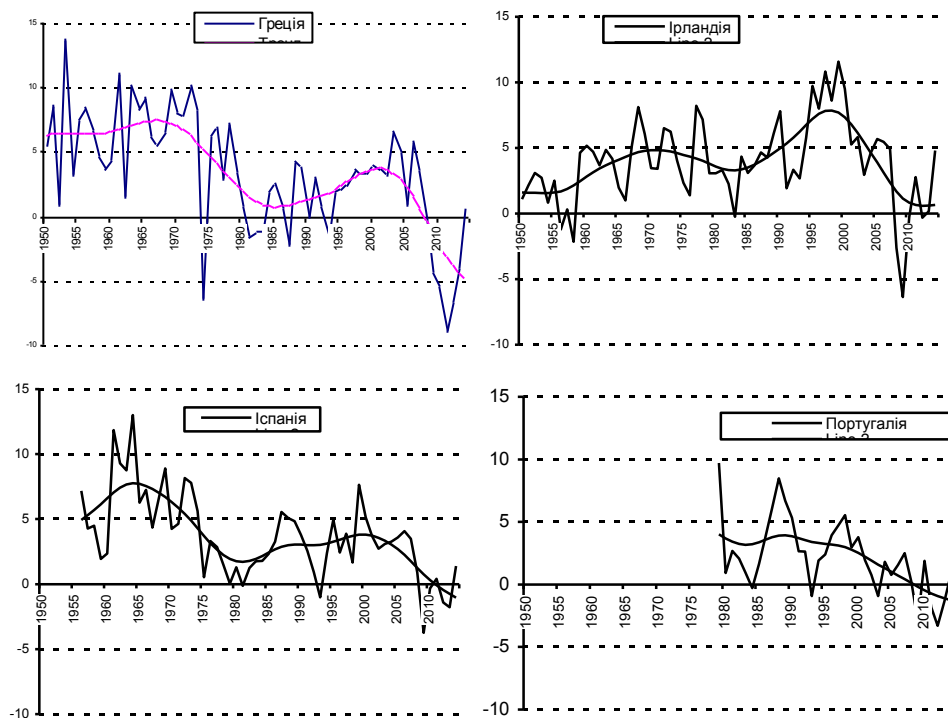


Рис. П.1. Країни Західної Європи

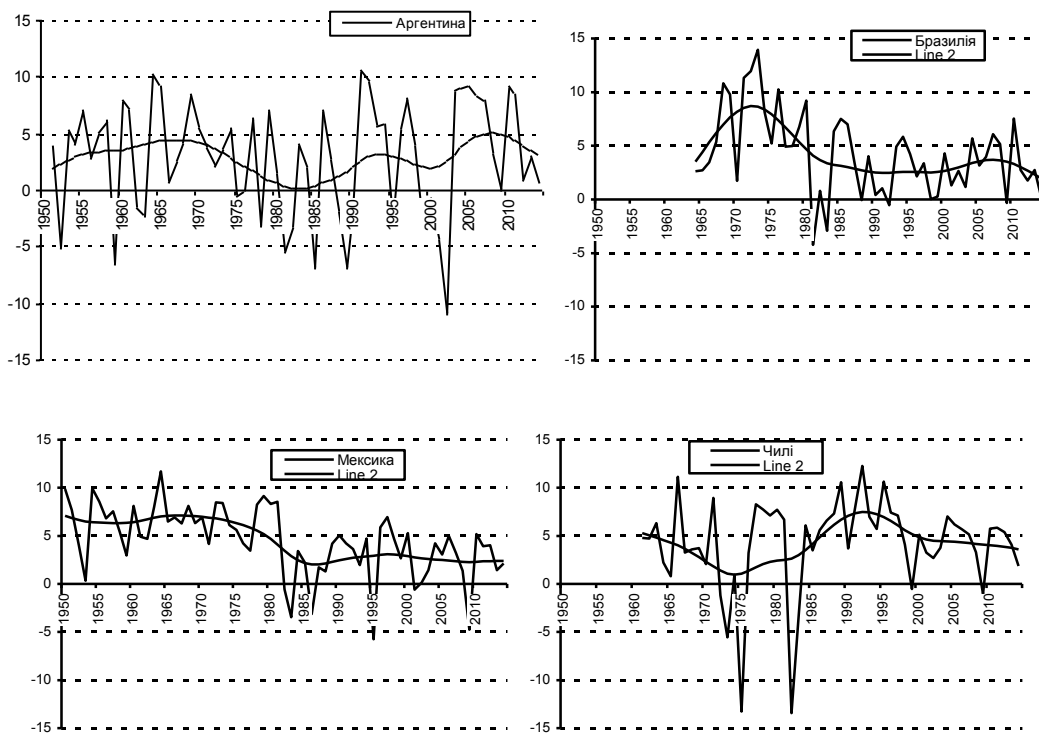


Рис. П.2. Країни Латинської Америки

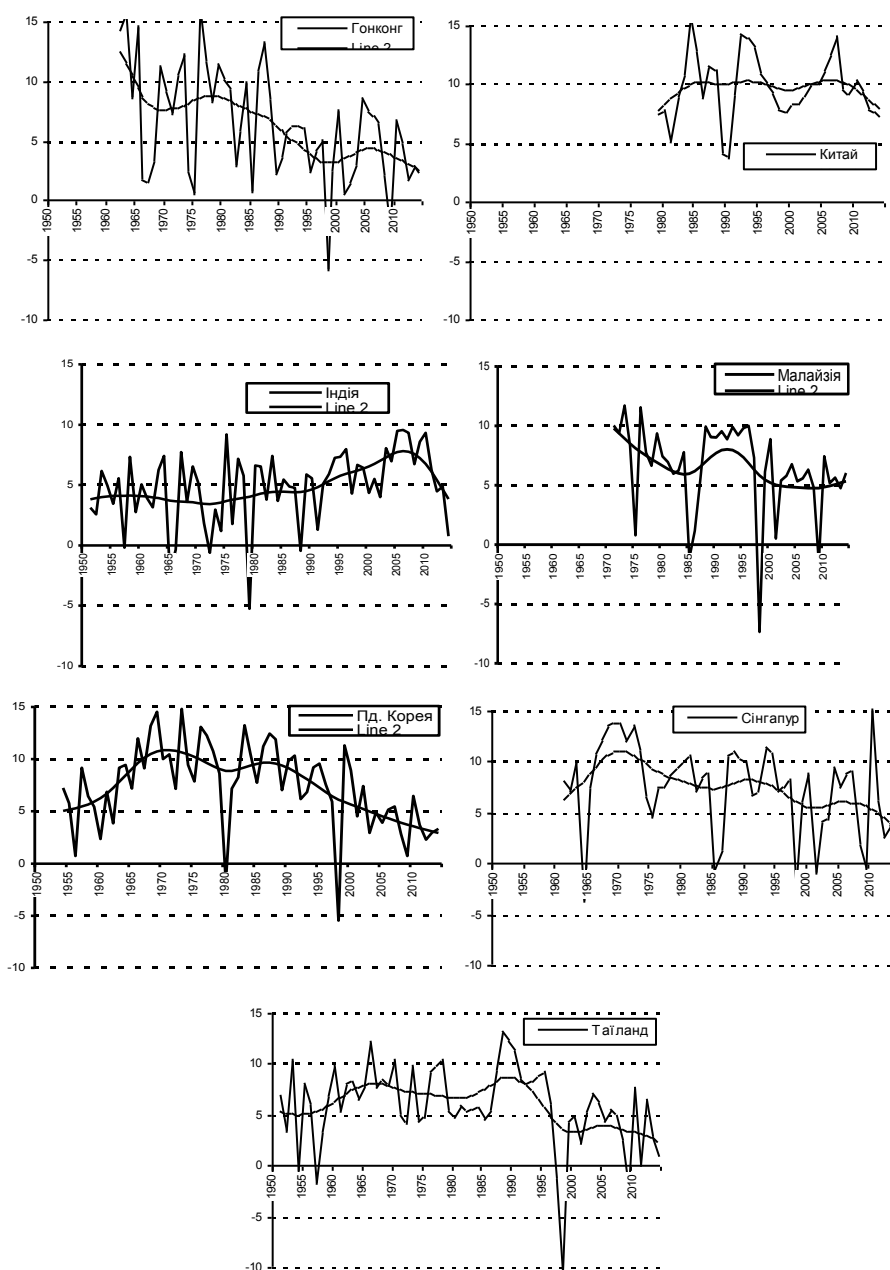


Рис. П.3. Азійські країни



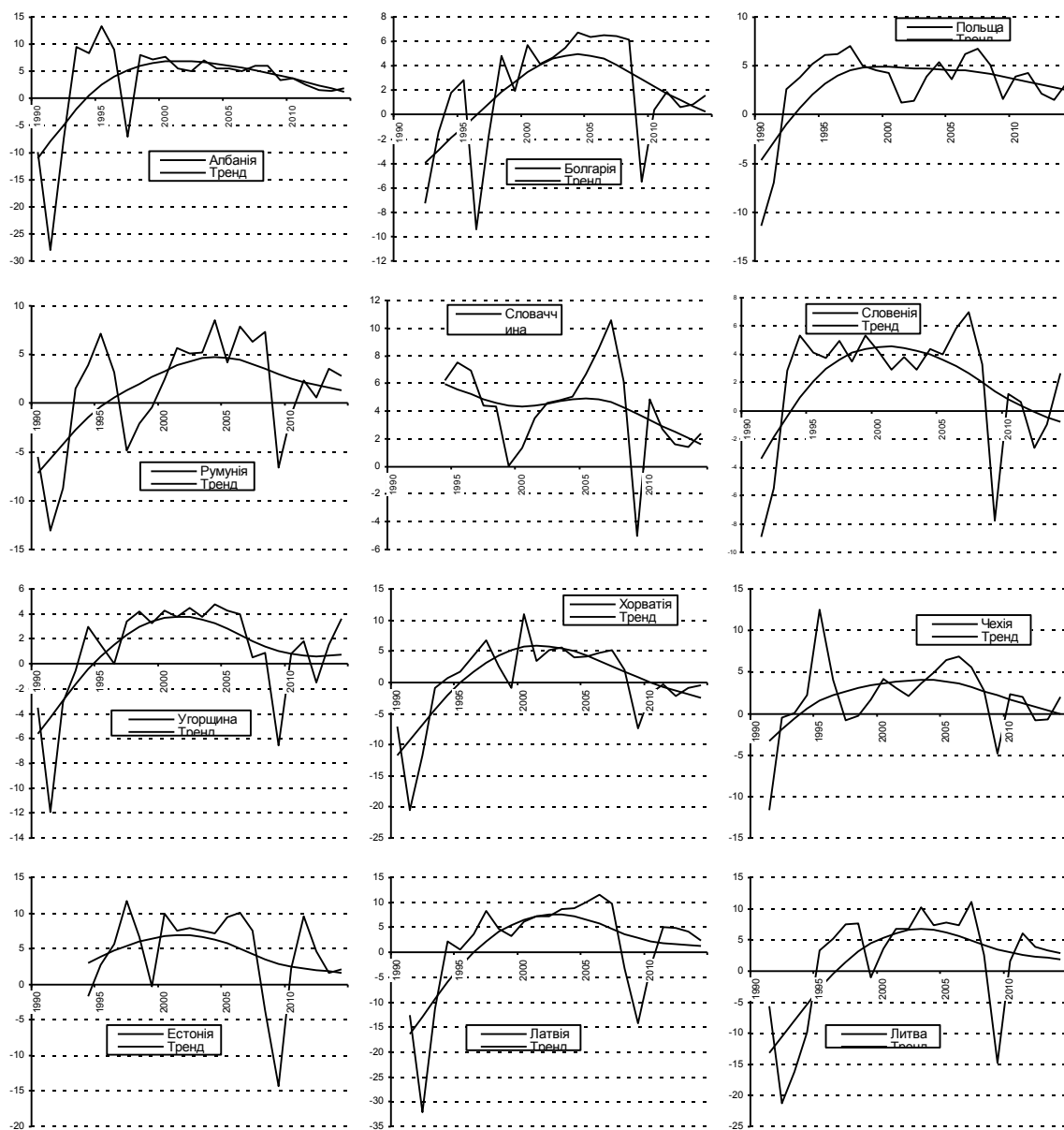


Рис. П.4. Країни Центральної і Східної Європи

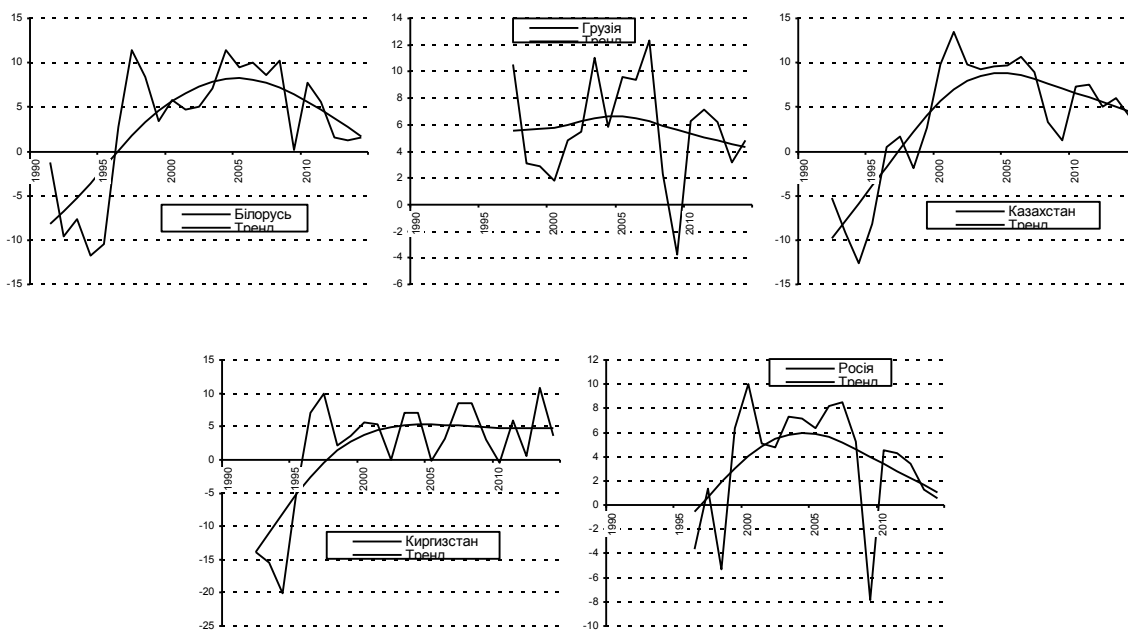


Рис. П.5. Країни колишнього Радянського Союзу

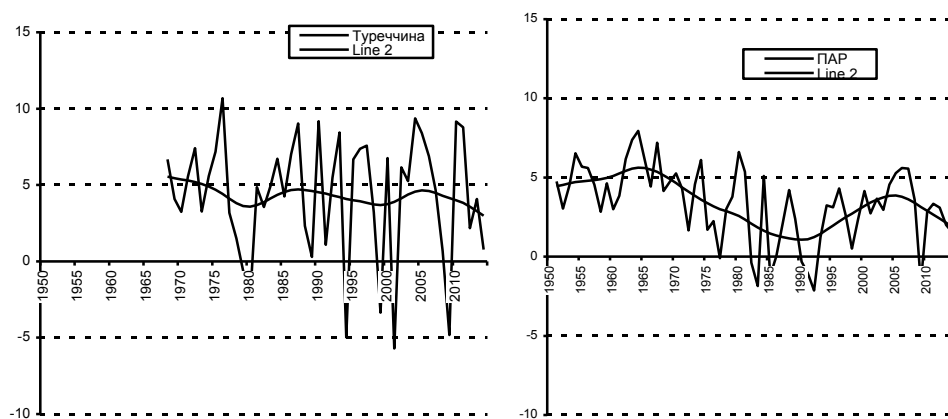


Рис. П.6. Інші країни

Джерело: складено автором на основі даних [257]

## Додаток Р

Таблиця Р.1

## Стратегії соціально-економічного розвитку України часів незалежності

Звернення Президента України Л. Кучми до Верховної Ради «Шляхом радикальних економічних реформ», 1994 р.	Програма економічних реформ на 2010–2014 рр. «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава»	Стратегія сталого розвитку «Україна-2020»
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стабілізація фінансово-грошової системи (лібералізація податкової системи, утворення механізмів стимулювання виробництва та підприємництва, забезпечення рівності оподаткування, проведення банківської реформи, подолання платіжної кризи).</li> <li>• Радикальні інституційні зміни (реформування відносин власності, швидка широкомасштабна приватизація, корпоратизація, розвиток фондового ринку, відхід від галузевого принципу державного управління).</li> <li>• Структурна політика (визначення пріоритетності наукоємних і високотехнологічних галузей, забезпечення випереджаючого розвитку галузей з швидким оборотом капіталу).</li> <li>• Аграрна політика (земельна реформа, впровадження ринкових відносин).</li> <li>• Утвердження відкритості економіки і входження України у світовий економічний простір.</li> <li>• Соціальна політика (стимулювання платоспроможного попиту, реформа заробітної плати, пенсійна реформа, захист інтелектуального потенціалу суспільства, перебудова житлової політики, роздержавлення соціальної політики).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Створення базових передумов економічного росту через утримання низького рівня інфляції, стабілізації державних фінансів і створення стійкої фінансової системи.</li> <li>• Формування режиму максимального сприяння для бізнесу шляхом зменшення ролі держави в економіці, зниження адміністративних бар'єрів для бізнесу, модернізації податкової системи й поглиблення міжнародної економічної інтеграції України.</li> <li>• Модернізація інфраструктури й базових секторів шляхом усунення усталених структурних проблем в енергетичній, вугільній, нафтогазовій галузях і ЖКГ, а також розвитку транспортної інфраструктури й ринку землі. Перехід від дотацій до самоокупності виробництва й соціальних послуг.</li> <li>• Збереження й розвиток людського й соціального капіталу шляхом підвищення ефективності й стабільності соціального захисту, поліпшення якості й доступності освіти й медичного обслуговування.</li> <li>• Підвищення ефективності державного управління шляхом реформування державної служби й виконавчої влади.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Вектор розвитку – відновлення макроекономічної стабільності, забезпечення стійкого зростання економіки екологічно невиснажливим способом, створення сприятливих умов для ведення господарської діяльності та прозорої податкової системи; забезпечення гарантій безпеки держави, бізнесу та громадян, захищеності інвестицій і приватної власності, забезпечення чесного і неупередженого правосуддя, забезпечення впровадження ефективних механізмів протидії корупції, безпека життя та здоров'я людини.</li> <li>• Вектор відповідальності – це забезпечення гарантій, що кожен громадянин матиме доступ до високоякісної освіти, системи охорони здоров'я та інших послуг у державному та приватному секторах. Територіальні громади самостійно нести відповідальність за свій добробут і розвиток всієї країни.</li> <li>• Вектор гордості – це забезпечення взаємної поваги та толерантності в суспільстві, гордості за власну державу, її історію, культуру, науку, спорт.</li> </ul>

Джерело: складено автором на основі даних [55]