

**ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА
НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ
І ЗАГРОЗ**



НАЦІОНАЛЬНИЙ
ФОНД ДОСЛІДЖЕНЬ
УКРАЇНИ

**ДЕРЖАВНА НАВЧАЛЬНО-НАУКОВА УСТАНОВА
“АКАДЕМІЯ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ”**

**ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА
НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ
І ЗАГРОЗ**

За редакцією Т. І. Єфименко

Київ
ДННУ “Академія фінансового управління”
2023

Автори:

Т. І. Єфименко (*керівник авторського колективу*), О. Г. Білорус, Т. П. Богдан, С. С. Гасанов, Ю. О. Гернего, А. А. Гриценко, М. І. Дибя, С. О. Кораблін, В. П. Кудряшов, А. П. Коритник, А. Г. Ловінська, О. О. Любич, А. Г. Олейнікова, Я. В. Олійник, В. Ф. Столяров, О. М. Шаров, Р. Л. Балакін, І. В. Богдан, Г. П. Бортніков, В. В. Кулик, М. В. Кучерява, Н. М. Ухналь, Д. Г. Хохич, С. В. Бартош, А. О. Свиридовська

Рецензенти:

В. М. Гець – академік НАН України, доктор економічних наук, професор, директор ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”;
І. О. Лютий – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Рекомендовано до друку Вченою радою Державної навчально-наукової установи “Академія фінансового управління” (Протокол № 17 від 19 грудня 2023 р.)

Монографія підготовлена в рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

Фіскальна та монетарна безпека національної економіки в умовах глобальних викликів і загроз [Електронний ресурс] / за ред. Т. І. Єфименко. Київ : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2023. – 1157 с.

ISBN 978-617-7509-17-1

У колективній монографії розкрито основні якісні характеристики та кількісні індикатори фіскальної й монетарної безпеки національної економіки, ідентифіковано загрози фінансовому суверенітету. Проведено детальний аналіз основних макроекономічних та фіскальних ризиків, пов’язаних з пандемією COVID-19, а також повномасштабним російським вторгненням. На підставі оцінки індикаторів фіскальної стійкості й фіскальної вразливості, рівня торгової безпеки України надано пропозиції щодо мінімізації фіскальних ризиків та підтримки фіскальної стійкості у період пандемії, глобальної економічної рецесії, під час воєнного стану та повоєнного відновлення. Узагальнено впливи пандемії COVID-19 на рішення інститутів монетарної влади розвинутих країн, країн з ринками, що формуються. Проаналізовано режим інфляційного таргетування в контексті забезпечення монетарної безпеки України, розкрито методичні підходи до визначення адекватної облікової ставки Національного банку. Наведено пропозиції та рекомендації щодо забезпечення фіскальної й монетарної безпеки в сучасних умовах.

Для представників наукової спільноти, працівників органів державного управління, викладачів, фахівців у галузі фінансів, студентів та аспірантів закладів вищої освіти.

УДК 336.2+336.74]:338.23(477)

© Автори, 2023

© ДННУ “Академія фінансового управління”, 2023

ISBN 978-617-7509-17-1

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	15
--	-----------

Частина 1.

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ З УРАХУВАННЯМ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Розділ 1.

РОЗШИРЕНИЙ ОГЛЯД СТАНУ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ПРОБЛЕМ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ В ЗАРУБІЖНІЙ ТА ВІТЧИЗНЯНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ЛІТЕРАТУРІ, ЗОКРЕМА ЗМІН У СФЕРІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ, ОСОБЛИВОСТЕЙ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ, ЗУМОВЛЕНИХ ГЛОБАЛЬНОЮ ПАНДЕМІЄЮ COVID-19	19
--	-----------

- 1.1. Огляд стану наукових досліджень проблем та особливостей
фіскальної політики, зумовлених глобальною пандемією
COVID-19, в зарубіжній та вітчизняній літературі 19
- 1.2. Концептуальні аспекти застосування фіскальних правил
в умовах загострення макрофіскальних ризиків
під час пандемії COVID-19 62
- 1.3. Огляд наукових досліджень проблем монетарної безпеки
в зарубіжній та вітчизняній економічній літературі, зокрема
з урахуванням наслідків пандемії COVID-19 70
- 1.4. Інституційні засади протидії розмиванню бази
оподаткування та агресивному податковому плануванню 103

Розділ 2.

ОБҐРУНТУВАННЯ ОСНОВНИХ ЯКІСНИХ ХАРАКТЕРИСТИК ТА КІЛЬКІСНИХ ІНДИКАТОРІВ ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ	111
--	------------

- 2.1. Рекомендації щодо внесення змін до застосування фіскальних
правил в ЄС у зв'язку з поширенням пандемії COVID-19 111

- 2.2. Пропозиції щодо окремих якісних характеристик
та можливих кількісних індикаторів фінансової безпеки
національної економіки 116
- 2.3. Обґрунтування основних якісних характеристик
та кількісних індикаторів фінансової безпеки національної
економіки на основі запровадження інструментів запобігання
розмивання податкової бази та виведенню прибутку
з-під оподаткування 133

Розділ 3.

СОЦІАЛЬНА ДОВІРА ДО ІНСТИТУТІВ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ВЛАДИ ЯК ЧИННИК ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ 137

- 3.1. Об'єктивне підґрунтя дослідження довіри як чинника
фінансової та монетарної безпеки 137
- 3.2. Наукові дослідження довіри до інститутів фінансової
та монетарної влади як чинника фінансової і монетарної безпеки ... 139

Розділ 4.

ІДЕНТИФІКАЦІЯ ЗАГРОЗ ФІНАНСОВОМУ СУВЕРЕНІТЕТУ, ФІСКАЛЬНІЙ І МОНЕТАРНІЙ БЕЗПЕЦІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ, НЕСТІЙКОГО СТАНУ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ ТА ІНФОРМАЦІЙНОЇ АСИМЕТРІЇ 143

- 4.1. Глобальна фінансiалiзацiя: виклики i загрози 143
- 4.2. Досвід ЄС із ідентифікації загроз фінансовій безпеці
з поширенням пандемії та його врахування
в імплементації фінансових правил в Україні 146
- 4.3. Ідентифікація загроз фінансовому суверенітету,
фінансовій та монетарній безпеці національної економіки
в умовах фінансової глобалізації, нестійкого стану
державних фінансів та інформаційної асиметрії 156
- 4.4. Ідентифікація загроз монетарній безпеці
національної економіки в умовах пандемії COVID-19 168
- 4.5. Ідентифікація загроз монетарному суверенітету
національної економіки 185
- 4.6. Комплекс теоретичних, інституційних, методологічних
та практичних засад запровадження Плану BEPS в Україні
як елемент фінансової безпеки національної економіки 189

Частина 2.**ФІСКАЛЬНІ ТА МОНЕТАРНІ НАСЛІДКИ ПАНДЕМІЇ COVID-19
ДЛЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ ТА ЇЇ БЕЗПЕКИ****Розділ 5.****АНАЛІЗ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЗИЦІЇ УКРАЇНИ****В ДОКРИЗОВИЙ ПЕРІОД ТА ПІД ЧАС РОЗГОРТАННЯ****ПАНДЕМІЇ COVID-19 197**

- 5.1. Стан державного боргу України в допандемічний період,
під час поширення пандемії COVID-19 та воєнного стану.
Показники боргової спроможності (2013–2022 рр.). 197
- 5.2. Показники дефіциту та циклічно скоригованого
первинного балансу сектору загального державного управління
й фінансового імпульсу в Україні
(2017–2019 і 2020–2022 рр.) 211
- 5.3. Дефіцит Державного бюджету України
в період воєнного стану (2022 р. – I півріччя 2023 р.) 216
- 5.4. Стан дефіциту державного бюджету України
в допандемічний період (2013–2019 рр.), під час розгортання
та спаду пандемії COVID-19 (2020–2022 рр.) 223

Розділ 6.**АНАЛІЗ СТАНУ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ****В ПЕРІОД ДО ПАНДЕМІЇ COVID-19****ТА ПІД ЧАС ЇЇ РОЗГОРТАННЯ 231**

- 6.1. Оцінка стану банківської системи України
в період до пандемії COVID-19 та під час її активної фази 232
- 6.2. Банківська система єврозони в період пандемії COVID-19 236
- 6.3. Фінансовий стан банківської системи України
напередодні пандемії COVID-19 241
- 6.4. Зміни у структурі та динаміці коштів клієнтів
українських банків у період розгортання пандемії COVID-19
(2020–2021 рр.) 251
- 6.5. Вплив пандемії COVID-19 на розвиток філіальної
мережі банків 256
- 6.6. Вплив пандемії COVID-19 на кредитну політику
українських банків 261

Розділ 7.

**ТЕНДЕНЦІЇ ЗМІН ДОХІДНОЇ ТА ВИДАТКОВОЇ ЧАСТИН
ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ, МІСЦЕВИХ БЮДЖЕТІВ
У “ДОКРИЗОВИЙ” ПЕРІОД ТА ПЕРІОД РОЗГОРТАННЯ
ПАНДЕМІЇ COVID-19 277**

- 7.1. Тенденції зміни видатків державного бюджету на потреби
сталого розвитку в “докризисний” період
та період розгортання пандемії COVID-19 277
- 7.2. Аналіз тенденцій змін дохідної частини Державного бюджету
України в “допандемічний” період (2013–2019 роки),
період розгортання та спаду пандемії COVID-19
(2020–2022 роки) 285
- 7.3. Тенденції дохідної та видаткової частин місцевих бюджетів 291
- 7.4. Аналіз тенденцій динаміки доходів
та видатків Державного бюджету України 307
- 7.5. Оцінка індикаторів бюджетної безпеки України 313
- 7.6. Тенденції змін дохідної частини Державного бюджету України
в умовах воєнного стану
(2022 р. – I півріччя 2023 р.) 320

Розділ 8.

**ОСНОВНІ МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА ФІСКАЛЬНІ РИЗИКИ,
ПОВ’ЯЗАНІ З ПАНДЕМІЄЮ COVID-19, ЩО ВПЛИВАТИМУТЬ
НА ФІСКАЛЬНУ ТА МОНЕТАРНУ БЕЗПЕКУ
НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В СЕРЕДНЬОСТРОКОВОМУ ПЕРІОДІ 332**

- 8.1. Вплив пандемії на економіку країн світу 332
- 8.2. Макроекономічні ризики 338
- 8.3. Фіскальні ризики 345
- 8.4. Монетарні ризики 366
- 8.5. Заходи ЄС щодо фінансової підтримки України
в період пандемії COVID-19 379

Розділ 9.

**ФІСКАЛЬНІ РИЗИКИ, ЗУМОВЛЕНІ НЕДОСТАТНЬОЮ ЯКІСТЮ
ІНФОРМАЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМИ
ПІДПРИЄМСТВАМИ ТА ВПЛИВОМ ПАНДЕМІЇ COVID-19 384**

Частина 3.**АНТИКРИЗОВА ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА ТА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ У ПЕРІОД ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ,
ЗУМОВЛЕНОЇ НАСЛІДКАМИ ПАНДЕМІЇ COVID-19****Розділ 10.****ВПЛИВИ ПАНДЕМІЇ COVID-19 НА РІШЕННЯ ІНСТИТУТІВ
ФІСКАЛЬНОЇ ВЛАДИ РОЗВИНУТИХ КРАЇН, ЗОКРЕМА КРАЇН
ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ, КРАЇН З РИНКАМИ,
ЩО ФОРМУЮТЬСЯ 423**10.1. Фіскальні стимули сталого розвитку розвинутих країн
в умовах COVID-19 42310.2. Рішення інститутів фіскальної влади
в умовах пандемії COVID-19 43010.3. Вплив пандемії COVID-19 на рішення інститутів
фіскальної влади: досвід Європейського Союзу 439**Розділ 11.****ПРОБЛЕМИ ЗРОСТАННЯ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ
ВНАСЛІДОК СТИМУЛЮЮЧОЇ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ 449**11.1. Ключові особливості антикризової фіскальної політики
у світі під час пандемії. Спільні та відмінні риси
фіскальних пакетів порятунку у світі
та Україні у 2020–2021 рока 44911.2. Динаміка показників дефіциту і валового боргу сектору
загального державного управління в різних групах країн
під час пандемії та виходу з економічної рецесії
(2020–2022 роки) 460**Розділ 12.****МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ І ОЦІНКА ІНДИКАТОРІВ
ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ВРАЗЛИВОСТІ,
РІВНЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ 469**12.1. Методичні підходи до визначення індикаторів фіскальної
стійкості з урахуванням рекомендацій МВФ
та Європейської комісії 46912.2. Обґрунтування методичних підходів до обчислення
індикаторів фіскальної вразливості
та боргової безпеки України 476

12.3. Оцінка індикаторів фінансової вразливості та боргової безпеки України станом на кінець 2022 року. Перелік загроз фінансовій безпеці України на підставі порівняльного аналізу фактичних значень цих індикаторів із граничними	479
12.4. Аналіз фінансового забезпечення заходів обмеження впливів пандемії COVID-19 і подолання наслідків війни та дотримання принципів боргової стійкості	488

Розділ 13.

ЗАХОДИ ЩОДО МІНІМІЗАЦІЇ МАКРОФІСКАЛЬНИХ РИЗИКІВ ТА ПІДТРИМКИ ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ У ПЕРІОД ПАНДЕМІЇ І ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕЦЕСІЇ

496

13.1. Макроекономічні заходи для мінімізації макрофінансових ризиків в Україні	496
13.2. Заходи щодо залучення зовнішньої фінансової допомоги і зниження боргового навантаження України в період воєнного стану та у перші роки післявоєнного відновлення для забезпечення боргової стійкості й довгострокової макрофінансової стабільності	505
13.3. Деякі заходи щодо підтримки фінансової стійкості України у постковідний період з урахуванням міжнародної практики та завдань повоєнного відновлення національної економіки	513
13.4. Механізми обмеження макрофінансових ризиків в умовах відновлення України з урахуванням рекомендацій МВФ	518
13.5. Заходи для розкриття інформації та управління ризиками очевидних умовних зобов'язань з метою підтримки фінансової стійкості України та впровадження стандартів ЄС з питань транспарентності державних фінансів	523
13.6. Напрями підтримання довіри та формування адекватного монетарного режиму як чинники мінімізації ризиків для забезпечення фінансової стійкості України у період пандемії, глобальної рецесії та воєнних дій	530
13.7. Заходи мінімізації ризиків, які виникають у зв'язку з модифікацією монетарної політики у відповідь на новітні загрози (зокрема пандемію COVID-19)	537

Розділ 14.**ОБГРУНТУВАННЯ КОМПЛЕКСУ ЗАХОДІВ ЩОДО ПРОТИДІЇ
РОЗМИВАННЮ ПОДАТКОВОЇ БАЗИ ТА ВИВЕДЕННЮ
ПРИБУТКУ З-ПІД ОПОДАТКУВАННЯ, ФОРМУВАННЯ
НА НАЦІОНАЛЬНОМУ РІВНІ ІНСТИТУЦІЙНИХ УМОВ
ЗАПОБІГАННЯ АГРЕСИВНОМУ ПОДАТКОВОМУ ПЛАНУВАННЮ 547**

- 14.1. Удосконалення управління змінами у сфері протидії
розмиванню податкової бази з урахуванням складових загроз
фінансовій безпеці (фіскальна та монетарна сфери) 547
- 14.2. Визначення стратегії спрямування інструментів запобігання
агресивному податковому плануванню: контекст синергії
податкового адміністрування та фінансового моніторингу 554
- 14.3. Розроблення та обґрунтування перспективних напрямів,
середньострокових і поточних завдань щодо протидії
агресивному податковому плануванню в контексті формування
Національної стратегії доходів на 2024–2030 роки 562
- 14.4. Шляхи гармонізації національного інституціонального
середовища запобігання агресивному податковому
плануванню з міжнародними нормами та правилами 571

Розділ 15.**МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІСКАЛЬНИМИ
РИЗИКАМИ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ 578**

- 15.1. Методологічні засади управління фіскальними ризиками
діяльності державних підприємств 578
- 15.2. Міжнародний досвід управління фіскальними ризиками,
зумовленими діяльністю державних підприємств 585
- 15.3. Управління фіскальними ризиками, спричиненими
діяльністю державних підприємств, в умовах застосування
міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та звітності 597
- 15.4. Запровадження звітності державних підприємств
про сталий розвиток як чинник удосконалення інформаційного
забезпечення оцінки та аналізу фіскальних ризиків 606

Частина 4.

**ТРАНСФОРМАЦІЯ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ
ДЛЯ ПІДТРИМКИ ЕКОНОМІЧНОЇ АКТИВНОСТІ, ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ
МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ ТА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ
В УМОВАХ ПОДОЛАННЯ НАСЛІДКІВ ПАНДЕМІЇ COVID-19**

Розділ 16.

**ВПЛИВИ ПАНДЕМІЇ COVID-19 НА РІШЕННЯ ІНСТИТУТІВ
МОНЕТАРНОЇ ВЛАДИ РОЗВИНУТИХ КРАЇН, ЗОКРЕМА КРАЇН ЄС,
КРАЇН ІЗ РИНКАМИ, ЩО ФОРМУЮТЬСЯ 619**

- 16.1. Порівняльний аналіз інструментарію монетарної політики
США та КНР у період пандемії коронавірусу 619
- 16.2. Інструментарій монетарної політики країн Європи
в період пандемії коронавірусу 624
- 16.3. Контент-аналіз рішень органів монетарної політики в період
пандемії в країнах Західної та Східної Європи 629
- 16.4. Контент-аналіз рішень органів монетарної влади країн
Центральної та Південної Азії 639
- 16.5. Вплив пандемії COVID-19 на рівень довіри
до інститутів монетарної влади 646

Розділ 17.

**РЕЖИМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В КОНТЕКСТІ
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ 654**

- 17.1. Вихідні положення 655
- 17.2. Неоліберальний контекст і глобальні кризи 656
- 17.3. Гнучке інфляційне таргетування 659
- 17.4. Концепт інфляційного таргетування в Україні 659
- 17.5. Окремі результати інфляційного таргетування в Україні 664
- 17.6. Монетарні та валютні режими:
поточна міжнародна практика 672
- 17.7. Монетарні та валютні режими:
довгострокова динаміка 676

Розділ 18.**МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ АДЕКВАТНОЇ
ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ 687**

18.1. Методологія визначення рівня адекватної облікової ставки НБУ ... 687

18.2. Аналіз залежності інфляції від змін облікової ставки НБУ 691

18.3. Аналіз міжнародної практики використання облікової ставки
як інструменту монетарної політики
в період пандемії коронавірусу 69518.4. Порівняльний аналіз кореляції змін облікової ставки
центральної банків та інфляції в країнах Східної Європи 70818.5. Облікова ставка як інструмент монетарної політики
в умовах пандемії (порівняльний аналіз країн колишнього СРСР) ... 728**Розділ 19.****МЕХАНІЗМ ДОВГОСТРОКОВОГО РЕФІНАНСУВАННЯ
КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ ЯК АНТИКРИЗОВИЙ ІНСТРУМЕНТ 738**19.1. Умови рефінансування у країнах Східної Європи
в контексті потреби в забезпеченні довгострокової
ресурсної бази банків 73819.2. Вплив європейських програм дострокового
рефінансування банків у період пандемії
на економічне зростання (на прикладі Угорщини) 74519.3. Політика НБУ щодо довгострокового рефінансування
комерційних банків 75319.4. Діяльність Фонду розвитку підприємництва як фактор
кредитної активності банків 760**Розділ 20.****ОЦІНОЧНІ ПОКАЗНИКИ ДЛЯ НАДАННЯ ДЕРЖАВНОЇ
ФІНАНСОВОЇ ПІДТРИМКИ ПІДПРИЄМСТВАМ
В УМОВАХ ПАНДЕМІЇ COVID-19 767**20.1. Критерії надання державної допомоги
підприємствам в Україні 76720.2. Світовий досвід надання державної допомоги
підприємствам (на прикладі країн ЄС) 783

20.3. Оцінка допустимості державної допомоги в ЄС 789

20.4. Методичне забезпечення розкриття підприємствами показників, які відображають вплив невизначеності на їх діяльність	792
--	-----

Розділ 21.

ОЦІНКА ВПЛИВУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ІНДИКАТОРИ

807

21.1. Вплив монетарної політики на економічні індикатори	807
21.2. Вплив послаблення регуляторних вимог центробанків країн Східної Європи на показники кредитного навантаження та монетизації національних економік	815
21.3. Оцінка кореляції облікової ставки центральних банків Європи та динаміки ВВП у 2020–2023 роках	820
21.4. Аналіз ієрархії цілей монетарної політики центральних банків	832
21.5. Вплив монетарної політики НБУ на рівень безробіття й темпи розвитку галузей	843

Розділ 22.

ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО МОЖЛИВОСТЕЙ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ В УКРАЇНІ РЕКОМЕНДАЦІЙ МВФ ТА СВІТОВОГО БАНКУ ДЛЯ ІНСТИТУТІВ БАНКІВСЬКОГО НАГЛЯДУ, КОТРІ ЗДІЙСНЮЮТЬ ЗАХОДИ РЕАГУВАННЯ НА ПАНДЕМІЮ COVID-19

857

22.1. Заходи реагування органів монетарної політики на спалахи пандемії	857
22.2. Порівняльний аналіз заходів реагування органів банківського нагляду країн Європи на пандемію	862
22.3. Аналіз рекомендацій МВФ та Світового банку для інститутів банківського нагляду щодо реагування на пандемію COVID-19	870
22.4. Підтримка фінансових ринків центральними банками під час пандемії коронавірусу	878
22.5. Пропозиції щодо розбудови сталого фінансового сектору в Україні з урахуванням рекомендацій міжнародних організацій і наслідків пандемії COVID-19	887

Частина 5.**КООРДИНАЦІЯ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ
В КОНТЕКСТІ НОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕАЛЬНОСТІ****Розділ 23.****УЗАГАЛЬНЕННЯ НАЙКРАЩИХ МІЖНАРОДНИХ ПРАКТИК КООРДИНАЦІЇ
ЗАХОДІВ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ
НОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕАЛЬНОСТІ, ЩО ЗУМОВЛЕНА НАСЛІДКАМИ
ПАНДЕМІЇ COVID-19 І ГЛОБАЛЬНОЮ ЕКОНОМІЧНОЮ РЕЦЕСІЄЮ 901**

- 23.1. Міжнародний досвід координації фінансової
та монетарної політики в умовах пандемії COVID-19 901
- 23.2. Найкращі міжнародні практики гармонізації монетарної політики
з фінансовою під час структурних криз і досвід функціонування
спільних інститутів фінансових та монетарних органів 908
- 23.3. Особливості координації заходів монетарної та фінансової
політики для подолання пандемії коронавірусу
в провідних країнах з висхідними ринками 916
- 23.4. Міжнародні практики координації заходів монетарної політики
для подолання пандемії COVID-19 та її наслідків 922
- 23.5. Досвід ЄС щодо модифікації фінансових правил як невід'ємних
складових монетарного союзу перед викликами зеленого
і цифрового переходу. Складові трансформації фінансових
правил в інших країнах 930
- 23.6. Практики фінансової й монетарної політик та їх взаємозв'язки 938

Розділ 24.**ЗАХОДИ ЩОДО ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ФІСКАЛЬНИХ І МОНЕТАРНИХ
ПРАВИЛ У НАЦІОНАЛЬНУ ПРАКТИКУ КООРДИНАЦІЇ
ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ 947**

- 24.1. Міжнародний досвід державного стимулювання
сталого розвитку 947
- 24.2. Використання фінансових правил 951
- 24.3. Використання монетарних правил
та модифікація монетарного дизайну 957
- 24.4. Колективні органи фінансової та монетарної політики 967
- 24.5. Координація фінансової та монетарної політики
як чинник забезпечення довіри 975

Розділ 25.

**ОБҐРУНТУВАННЯ НАПРЯМІВ КООРДИНОВАНОГО ФІСКАЛЬНОГО
ТА МОНЕТАРНОГО ТАРГЕТУВАННЯ 985**

25.1. Пропозиції щодо становлення системи фінансового
таргетування та її узгодження з монетарними цілями 985

25.2. Напрями формування процентної політики
в контексті досягнення цілей монетарного таргетування
та фінансової стійкості 993

25.3. Концептуальні засади застосування реальної нейтральної
процентної ставки в практиці
монетарного регулювання економіки 1002

25.4. Таргетування інфляції в умовах системних криз
і пандемії COVID-19 1011

25.5. Необхідність урахування цілей валютної політики
при використанні режиму монетарно-фінансового таргетування ... 1021

25.6. Фінансово-монетарні інструменти активізації венчурного бізнесу
та подолання викликів сталого розвитку 1027

Розділ 26.

**МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ ЯКОСТІ НЕФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ
ЯК ОСНОВИ ДЛЯ ОБҐРУНТУВАННЯ НАДАННЯ ДЕРЖАВНОЇ
ПІДТРИМКИ ПІДПРИЄМСТВАМ НА ПОДОЛАННЯ
НАСЛІДКІВ ПАНДЕМІЇ COVID-19 1035**

26.1. Міжнародні підходи до регулювання розкриття підприємствами
інформації про внесок у досягнення Цілей сталого розвитку 1035

26.2. Національна практика розкриття інформації про вплив пандемії
COVID-19 на діяльність державних підприємств 1046

26.3. Методологічні засади оцінки якості нефінансової звітності
підприємств 1054

26.4. Наукове обґрунтування методики оцінки якості нефінансової
звітності в частині розкриття інформації
про вплив невизначеності на діяльність підприємств 1067

**ПРОПОЗИЦІЇ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ 1082**

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 1137

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

БКУ	– Бюджетний кодекс України
БМР	– Банк міжнародних розрахунків
б. п.	– базовий пункт
ВВП	– валовий внутрішній продукт
в. п.	– відсотковий пункт
ДБУ	– державний бюджет України
ДПП	– державно-приватне партнерство
ДПС	– Державна податкова служба
ЄБРР	– Європейський банк реконструкції та розвитку
ЄС	– Європейський Союз
ЄЦБ	– Європейський центральний банк
ЗБУ	– зведений бюджет України
ЗВР	– золотовалютні резерви
ІСЦ	– індекс споживчих цін
ІТ	– інформаційні технології
КБ	– комерційний банк
КІК	– контрольовані іноземні компанії
КНР	– Китайська Народна Республіка
КСВ	– корпоративна соціальна відповідальність
МВФ	– Міжнародний валютний фонд
Мінфін	– Міністерство фінансів України
МОВ	– місцеві органи влади
МСП	– мале та середнє підприємництво
МСФЗ	– Міжнародні стандарти фінансової звітності
МФД	– макрофінансова допомога
МФО	– міжнародні фінансові організації
НБУ	– Національний банк України
НДДКР	– науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи
НКЦПФР	– Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОВДП	– облігації внутрішньої державної позики
ОЕСР	– Організація економічного співробітництва та розвитку
ОЗДП	– облігації зовнішньої державної позики
ОМС	– органи місцевого самоврядування
ООН	– Організація Об'єднаних Націй
ОТГ	– об'єднана територіальна громада
ПДВ	– податок на додану вартість
ПДФО	– податок на доходи фізичних осіб
ПІІ	– прямі іноземні інвестиції

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

ПКС	– паритет купівельної спроможності
ПКУ	– Податковий кодекс України
ППП	– податок на прибуток підприємств
сектор ЗДУ	– сектор загального державного управління
СПЗ	– спеціальні права запозичення
СРСР	– Союз Радянських Соціалістичних Республік
ФРН	– Федеративна Республіка Німеччина
ФРС	– Федеральна резервна система
ЦБ	– центральний банк
ЦП	– цінні папери
ЦСР	– Цілі сталого розвитку
ARA	– Assessing Reserve Adequacy
BEPS	– Action Plan on base Erosion and Profit shifting – План дій для боротьби з розмиванням бази оподаткування і переміщенням прибутків за кордон
COVID-19	– Corona Virus Disease 2019
CPI	– Consumer Price Index
EDP	– Excessive deficit procedure – процедури регулювання надмірного дефіциту бюджету країн ЄС
ERM	– The Exchange Rate Mechanism
ESG	– Environmental, social and governance – звітність про екологію, соціальну і кадрову політику, права людини та боротьбу з корупцією і хабарництвом
FATCA	– Foreign Account Tax Compliance Act – Міжурядова угода для поліпшення виконання податкових правил і застосування положень закону США “Про податкові вимоги до іноземних рахунків”
GRI	– The Global Reporting Initiative – Глобальна ініціатива звітності
IFRS	– International Financial Reporting Standards – Міжнародні стандарти фінансової звітності
IOSCO	– International Organization of Securities Commissions – Міжнародна організація комісій з цінних паперів
KPI	– key performance indicators – ключові показники ефективності
MMT	– Modern Monetary Theory
PEPP	– Pandemic Emergency Purchase Programme – надзвичайна програма за купівель під час пандемії
QE	– quantity easing – політика центрального банку щодо кількісного пом’якшення (викупу активів)
TFEU	– Treaty on the Functioning of the European Union – Договір про функціонування Європейського Союзу
TLTRO	– Targeted longer-term refinancing operations – операції з довгострокового рефінансування
TLTRO III	– Targeted longer-term refinancing operations III – Програма ЄЦБ щодо довгострокового пільгового рефінансування кредитів банків для нефінансових корпорацій та домогосподарств
UNCTAD-ISAR	– Міжурядова робоча група експертів з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку

Частина 1

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ З УРАХУВАННЯМ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

■ Розділ 1

РОЗШИРЕНИЙ ОГЛЯД СТАНУ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ПРОБЛЕМ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ В ЗАРУБІЖНІЙ ТА ВІТЧИЗНЯНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ЛІТЕРАТУРІ, ЗОКРЕМА ЗМІН У СФЕРІ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ, ОСОБЛИВОСТЕЙ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ, ЗУМОВЛЕНИХ ГЛОБАЛЬНОЮ ПАНДЕМІЄЮ COVID-19

1.1. Огляд стану наукових досліджень проблем та особливостей фінансової політики, зумовлених глобальною пандемією COVID-19, у зарубіжній та вітчизняній літературі

Проблематика розвитку і модифікації систем гарантування фінансової та монетарної безпеки почала активно досліджуватися в період глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. та після її завершення. У період поширення кризи, зумовленої глобальною пандемією COVID-19, ключовим завданням для національних урядів країн світу стало розроблення адекватних заходів із підтримки сукупного попиту, а центральних банків – послаблення жорсткості монетарних умов одночасно з продовженням вжиття заходів макропруденційного характеру та заходів з регулювання руху капіталів для попередження можливих дисбалансів на фінансових ринках.

Збереження високого рівня боргового навантаження в розвинутих країнах ще до початку коронакризи наражало їх на ризики рефінансування боргу (шоки зниження довіри), а також зменшувало потенційні темпи економічного зростання, адже високий рівень державного боргу об'єктивно стримує кредитний процес у підприємницькому секторі. Згідно з даними МВФ, державний борг розвинутих країн станом на кінець 2019 р. становив 105,3 % ВВП, а країн з ринками, що формуються, і середніми доходами – 52,6 % ВВП. Державний борг розвинутих країн перебував на максимальному рівні з часів Другої світової війни. А величина державного боргу країн з ринками, що формуються, і середніми доходами упритул наблизилася до пікового значення кінця 1980-х років.

Однак слід урахувати, що для досягнення позитивних ефектів фінансові стимули не повинні створювати загроз для боргової стійкості, оскільки негативний вплив на фінансові ринки, процентні ставки і споживчі витрати може звести на нівець усі зусилля держави, спрямовані на стимулювання економічної активності. Для недопущення негативної реакції фінансових ринків на проведення стимулюючої бюджетної політики важливо налагодити ефективні програми інформування громадськості про її мотиви й очікування, а також не допустити вибухонебезпечно-го зростання державного боргу.

Отже, у кризовий період завдання податково-бюджетної політики полягає в забезпеченні належної рівноваги між використанням короткострокових можливостей для підтримки економіки і збереженням боргової стійкості у середньостроковому періоді.

Розгортання нової світової фінансово-економічної кризи відбувалося під впливом шоків поширення епідемії коронавірусу, скорочення сукупної пропозиції, ескалації торговельних воєн та відпливу капіталів з країн з ринками, що формуються. Це вимагає від національних органів макроекономічного регулювання здійснення виважених кроків для захисту національних економік від дестабілізуючих зовнішніх чинників. В умовах кожної окремо взятої країни важливо визначити канали впливу зовнішніх шоків на національну економіку, ідентифікувати сфери внутрішньої вразливості, які можуть мультиплікувати негативні ефекти зовнішніх шоків. Виходячи з таких даних, можна більш обґрунтовано сформулювати напрями антикризового регулювання, включаючи як інструменти фінансової політики, так і заходи монетарного регулювання економіки, структурної політики уряду, а також політики банківського регулювання та контролю за рухом капіталів.

Директор-розпорядник МВФ К. Георгієва рекомендувала країнам під час кризи коронавірусу дотримуватися таких принципів при реалізації національної фінансової політики (Georgieva, 2020).

1. Основний акцент стимулюючих заходів робити на цілях посилення систем охорони здоров'я. Необхідно спрямовувати кошти на лікування людей, тестування нових випадків хвороби і відстеження контактів.

2. Не допускати передчасного припинення підтримуючих заходів політики. Зберігати такі заходи для підприємств та населення як гарантії за кредитами, податкові пільги, антикризові субсидії, грошові трансферти і компенсацію заробітної плати. Важливо супроводжувати підтримуючі заходи фінансової політики опціями пом'якшення грошово-кредитної політики і підтримки ліквідності ринків кредитування (особливо для МСП), тим самим сприяючи як зайнятості, так і фінансовій стабільності.

3. Проводити гнучку й орієнтовану на перспективу фінансову політику. Необхідно приділити особливу увагу ефективності перерозподілу фінансових і трудових ресурсів економіки задля зниження нерівності. Це стосується й створення робочих місць, і забезпечення належного рівня соціальної підтримки.

4. У сфері управління державним боргом – проводити реформи з покращання системи управління боргом та підвищення її прозорості, у окремих випадках – іні-

ціювати заходи з реструктуризації суверенного боргу перед державними та приватними кредиторами.

Щодо майбутнього дизайну світової економіки директор-розпорядник МВФ заявила: “Ми не можемо просто відтворювати колишню економіку з її низькими темпами зростання, низькою продуктивністю, високою нерівністю і наростаючою кліматичною кризою. Необхідні глибокі реформи для побудови більш сталої економіки, яка буде більш екологічною, більш раціональною, більш всеосяжною” (Georgieva, 2020).

Водночас у сфері відповідальності центрального банку МВФ надав такі рекомендації: для центральних банків розвинутих країн світу – пом’якшення фінансових умов (процентна політика, норми резервування, купівля активів) з метою забезпечення припливу кредитних коштів у реальний сектор економіки; для центральних банків країн з ринками, що формуються, – приділити посилену увагу регулюванню потоків капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу для протидії шокам розвороту капіталів. На думку МВФ, спрощення фінансових умов сприятиме неперервності кредитної підтримки економіки та підвищенню ліквідності на фінансових ринках¹.

Щодо дизайну монетарної політики, то МВФ рекомендує такі зміни:

- підвищити роль центральних банків у забезпеченні ліквідності ринків через операції на відкритих ринках, розширення програм фінансування та інших заходів, таких як купівля активів чи операції репо;
- пом’якшити умови і знизити вартість фінансування для фірм та домогосподарств, включаючи як зниження процентних ставок, так і досконалі forward guidance щодо майбутньої траєкторії монетарної політики та політики у сфері викупу активів;
- вжити тимчасові цільові заходи для підтримки найбільш постраждалих секторів;
- укладати угоди про відкриття своп-ліній з центральними банками інших країн для підтримки ліквідності в іноземній валюті;
- проводити (у разі необхідності) валютні інтервенції для упорядкування роботи валютних ринків (навіть у країнах з гнучким курсоутворенням);
- застосовувати (за потреби і тимчасово) заходи з контролю над потоками капіталу.

До дизайну банківського регулювання і нагляду пропонується внести такі зміни:

- намагатися дотримуватися балансу між забезпеченням фінансової стабільності, підтриманням стійкості банківської системи та економічної активності;
- застосовувати гнучкі норми макропруденційного регулювання разом зі сприянням переукладенню кредитних угод з позичальниками на прийнятних умовах; критично важливо точно оцінювати проблемність активів та потенційні збитки;

¹ Policy Steps to Address the Corona Crisis. 2020. March 15 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2020/English/PPEA2020015.ashx>.

- використовувати наявні буфери ліквідності та капіталу (консервації, контрциклічний буфер та ін.) для абсорбування можливих збитків.

У рамках заходів з протидії розгортанню економічної кризи Європейський центральний банк (ЄЦБ) запровадив спеціальну тимчасову (до кінця 2020 р.) програму з купівлі державних та корпоративних цінних паперів (Pandemic Emergency Purchase Programme) загальним обсягом 750 млрд євро. Її метою оголошено протидію ризикам порушення трансмісії монетарної політики через поширення епідемії COVID-19¹.

ЄЦБ, крім того, пом'якшив умови Програми довгострокового пільгового рефінансування кредитів банків для нефінансових корпорацій та домогосподарств TLTRO III (програма діє в єврозоні з 2014 р.), запровадивши з червня 2020 р. зниження ставки рефінансування до $-0,75\%$ річних. Банки матимуть можливість отримувати рефінансування на суму до 50 % від залишку за кредитами відповідної категорії (переважно для МСП). Станом на 1 травня 2020 р. залишок за попередніми траншами програми TLTRO III становив близько 700 млрд євро. Очікується, що потенційне зростання кредитних операцій за цією програмою становитиме до 1 трлн євро².

Експерти Центрального банку Німеччини зазначають, що повсюдне застосування експансивної монетарної та фінансової політики для пом'якшення ефектів пандемії має стати перманентною ознакою глобальної економіки в найближче десятиріччя³. Експерти передбачають, що в майбутньому емісія грошей не тільки відбуватиметься через викуп фінансових активів з ринку, а й безпосередньо надходитиме до економіки через альтернативні інструменти.

За оцінками МВФ, у 2020 р. уряди країн світу спрямували 12 трлн дол. фінансових стимулів для населення і підприємств⁴. Центральні банки направили безпрецедентні потоки кредиту для того, щоб мільйони підприємств не припинили діяльність. Однак розвинуті економіки витрачають стільки, скільки потрібно, а бідні країни – стільки, скільки можуть. Цей розрив пояснює, чому різними країнами отримано різні результати.

З березня 2020 р. і розвинуті країни, і багато країн з ринками, що формуються, вдавалися до пом'якшення монетарної та фінансової політик і вжиття заходів нетрадиційної політики (англ. *unconventional policy*), включаючи прямий та непрямий викуп центральним банком державних облігацій на вторинному ринку, а також розширення програм рефінансування (так звані програми “кількісного пом'якшення”). Наприклад, центральний банк Польщі з лютого 2020 р. викупив 51 % емітова-

¹ Pandemic emergency purchase programme / European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

² Targeted longer-term refinancing operations / European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.

³ The Age of Disorder – the new era for economics, politics and our way of life / Deutsche Bank. URL: https://www.db.com/newsroom_news/2020/the-age-of-disorder-the-new-era-for-economics-politics-and-our-way-of-life-en-11670.htm.

⁴ World Economic Outlook. October 2020: A Long and Difficult Ascent / International Monetary Fund. 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>.

них урядом боргових облігацій, Хорватії – 39, Малайзії – 34, Туреччини – 23 %. При цьому такі дії “не призвели до формування незаякорених інфляційних очікувань”¹.

Практика країн з ринками, що формуються, які практикували викуп центральними банками державних облігацій в умовах коронакризи 2020 р. показує, що насправді центральні банки та уряди досягли зворотного (тобто потрібного) ефекту – дохідність державних облігацій знизилась, напруженість на локальних фінансових ринках спала, а обмінні курси національних валют залишилися відносно стабільними (Drakopoulos et al., 2020).

За винятком Туреччини та Гани, для яких щорічна девальвація національної валюти на 10–15 % і в попередніх роках була звичайним явищем, у решті країн, які здійснювали операції “кількісного пом’якшення”, національні валюти за квітень – вересень 2020 р., навпаки, зміцнилися (табл. 1.1).

Більше того, у всіх країнах, що проводили “кількісне пом’якшення”, темпи річної інфляції знизилися (!): у середньому з 4,0 % на рік у березні до 3,1 % на рік у вересні 2020 р. Це зумовлено тим, що ефекти скорочення сукупного попиту були значно потужнішими ніж фінансові стимули.

Додатковим фактором “успішності” політики “кількісного пом’якшення” у країнах з ринками, що формуються, у 2020 р. було покращання сальдо поточного рахунку платіжного балансу (викликане тимчасовими обмеженням імпорту товарів), що стало додатковим фактором стабілізації фінансових ринків.

На думку фахівців МВФ², успішність політики центрального банку в застосуванні нетрадиційних інструментів монетарної політики залежить від “рівня довіри до монетарного регулятора та ефективності комунікаційної політики”. Для усунення ризиків дестабілізації фінансових та товарних ринків МВФ рекомендує центральним банкам країн з ринками, що формуються, які застосовують заходи нетрадиційної монетарної політики (або “кількісного пом’якшення”) акцентувати увагу своєї комунікаційної політики на чіткому роз’ясненні того, що такі дії спрямовуються на підтримку функціонування ринків та реалізуються відповідно до мандату щодо забезпечення цінової стабільності.

Заходи фінансової політики під час епідемії коронавірусу скеровувалися на подолання кризи у сфері охорони здоров’я, фінансову підтримку підприємств і допомоги населенню. За оцінкою МВФ, фінансові зусилля в умовах коронакризи в цілому були масштабнішими, ніж заходи, які вживалися під час світової фінансової кризи 2008–2009 рр.

Експерти визнають, що у період коронакризи доречними та ефективними інструментами фінансової підтримки економічних суб’єктів (компенсації втрати доходів) стали надання податкових пільг для постраждалих людей і компаній, субсидування заробітної плати працівників, які тимчасово втрачають роботу, соціальні трансферти, відпустки й лікарняні по догляду за дітьми. Дуже важливо при цьому, щоб системи соціального захисту охоплювали самозайнятих і зайнятих у нефор-

¹ Ibid.

² Ibid.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 1.1

**Показники впливу програм “кількісного пом’якшення” 2020 р.
на стан фінансових ринків у країнах з ринками, що формуються**

Країна	Обсяг викупу державних облігацій центральним банком з березня по серпень 2020 р., % ВВП	Частка нерезидентів у державних облігаціях у національній валюті (станом на 01.08.2019), % до підсумку	Вихід нерезидентів з державних облігацій у національній валюті (за березень – червень 2020), % ВВП	Девальвація національної валюти відносно долара США за квітень – вересень 2020 р., на кінець періоду, %	Приріст сальдо поточного рахунку у І півріччі 2020 р. відносно І півріччя 2019 р., % ВВП
Філіппіни	5,7	9,0	...	-5,1	+2,0
Хорватія	4,9	...	...	-6,2	...
Польща	4,5	26,5	-0,9	-6,8	+1,8
Індонезія	3,7	39,0	-0,7	-8,9	+0,7
Туреччина	1,6	11,0	-0,6	+19,8	-2,7
Гана	1,4	26,5	...	+4,5	...
Індія	0,9	5,0	...	-2,1	+1,4
Румунія	0,5	...	-0,3	-5,4	+0,3
Південна Африка	0,6	38,5	-2,1	-5,9	+1,5
Таїланд	0,6	18,5	-0,5	-3,1	-1,3
Малайзія	0,6	24,0	-0,1	-3,3	...
Угорщина	0,5	20,5	-0,6	-4,8	-0,7
Колумбія	0,3	27,0	-0,2	-4,6	+0,7
Україна	-	15,9*	-0,7	+0,8	+3,9

* Дані наведено станом на 01.01.2020 (довідково: на 01.11.2020 частка нерезидентів становила 10,0 %).

Складено за: World Economic Outlook. October 2020: A Long and Difficult Ascent / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>; Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October 2020 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

мальному секторі. Заходи з підтримки ліквідності – кредитні гарантії та пільгові позики життєздатним підприємствам (особливо МСП) – допоможуть зберегти робочі місця і прискорюватимуть відновлення економіки¹.

Підбиваючи підсумки узагальнення теоретичних засад та практичних підходів до формулювання параметрів фінансової та монетарної політики в рамках розвит-

¹ Fiscal Monitor. October 2020: Policies for the Recovery / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

ку антикризового регулювання економіки, з урахуванням виявлення зон вразливості й каналів проникнення зовнішніх шоків до національної економіки, можна сформулювати концептуальні положення та практичні заходи щодо майбутнього розвитку системи монетарної і фінансової безпеки в Україні з позицій викликів, породжених коронакризою.

Посилення систем монетарної та фінансової безпеки в найближчій перспективі ґрунтуватиметься як на вдосконаленні обмежувальних заходів для протидії чинникам критичного погіршення фінансової стійкості окремих секторів економіки, так і на заходах розвитку сукупного попиту, підтримання економічного та соціального потенціалу експансивними заходами фінансової і монетарної політики. Це дасть змогу сформувати фундаментальні передумови для подальшого відновлення економіки та поступального соціально-економічного розвитку країни. На думку фахівців МВФ, збільшення державних інвестицій лише на 1 % ВВП у всіх країнах з розвинутою економікою і країнах із ринками, що формуються, може створити до 33 млн нових робочих місць¹.

Серед конкретних напрямів розбудови майбутньої системи фінансової та монетарної безпеки можна назвати:

- удосконалення підходів до попередження та поглинання шоків можливих деструктивних процесів на фінансовому ринку, викликаних поширенням міжнародних “ефектів зараження” на економіку України;
- гармонізацію цілей органів виконавчої влади та центрального банку в контексті забезпечення умов сталого розвитку, включаючи підтримання стійких темпів економічного зростання та розширення зайнятості населення;
- підтримання прийняттого рівня жорсткості/м’якості монетарних умов (процентна політика та політика валютного регулювання), які б узгоджувалися з рівнем розвитку продуктивних сил економіки та не створювали загроз для порушення фінансової стійкості інших секторів економіки (насамперед реального сектору та сектору державних фінансів);
- підвищення ефективності інструментів залучення ресурсів фінансового сектору та сектору державних фінансів на цілі, пов’язані з розвитком економічного потенціалу країни, підвищенням конкурентоспроможності економіки, розширенням внутрішнього ринку;
- систематизація та регламентація діяльності центрального банку з підтримання ліквідності фінансових ринків, зокрема ринку державних цінних паперів;
- забезпечення неперервності потоку кредитних коштів до малого та середнього бізнесу, який забезпечує робочі місця в економіці;
- розвиток інструментів центрального банку щодо цільового рефінансування банківських кредитів, наданих суб’єктам економічної діяльності (за визначеними критеріями), що полегшить навантаження на державний бюджет в частині заходів, спрямованих на підтримку економічної діяльності.

¹ Ibid.

Спалах COVID-19 і її фінансові й економічні наслідки спровокують істотне збільшення дефіциту бюджету та рівня державного боргу. При падінні обсягу виробництва доходи продовжують скорочуватись. Необхідні витрати на охорону здоров'я, а також заходи у сфері оподаткування та витрачання коштів на підтримку населення і компаній також будуть пов'язані з прямими бюджетними витратами, які наразі оцінюються в 3,3 трлн дол. США у світовому масштабі. Крім того, незважаючи на те що кредитування державного сектору і вливання капіталу (1,8 трлн дол. США), а також гарантії та інші умовні зобов'язання (2,7 трлн дол. США) можуть підтримати фінансові й нефінансові організації, вони також створюють бюджетні ризики¹.

Рішучі заходи органів державного управління врятували життя, надали підтримку вразливим верствам населення і компаніям, пом'якшили вплив на економічну активність. Однак наслідки кризи для державних фінансів у поєднанні з втратою в доходах від скорочення обсягу виробництва були величезними. Передбачалося, що у 2020 р. дефіцити бюджетів збільшаться в середньому на 9 % ВВП, а рівень державного боргу в глобальних масштабах, згідно з прогнозами, наблизиться до рекордно високих 100 % ВВП. Відповідно до базисних припущень про відновлення економічної активності й стабільно низькі процентні ставки очікувалося, що коефіцієнт державного боргу у світовому масштабі в середньому стабілізується у 2021 р., за винятком Китаю і США. При цьому вказувалося на потребу докладати більше зусиль для вирішення проблеми зростання рівня бідності, безробіття і нерівності, а також для підтримки відновлення економіки².

Під час попередніх спадів дискреційна бюджетна підтримка часто надавалася надто пізно і була недостатньо адресною. Щоб зменшити затримки в реалізації і формувати очікування, директивні органи повинні оперативно скласти перелік минулих оцінок інвестиційних проектів, здійснення яких розпочнеться після того, як криза в галузі охорони здоров'я ослабне, і спланувати дискреційні заходи, що можуть бути вжиті в короткі терміни.

Незважаючи на те, що відповідні заходи фіскальної політики в усьому світі мають безпрецедентний характер, пандемія коронавірусу виявила істотні відмінності в здатності країн фінансувати екстрені витрати на захист свого населення. Ця здатність визначається бюджетними можливостями країн, а також рівнем боргу державного та приватного секторів напередодні кризи, тобто фіскальним простором країни. У багатьох державах з розвинутою економікою і деяких країнах з ринком, що формується, масштабне надання ліквідності центральними банками забезпечило бюджетну експансію. Однак у великій кількості країн з ринком, що формується, і особливо тих, котрі розвиваються, з низькими доходами, половина яких схильна до високого ризику розвитку критичної боргової ситуації або перебуває в критичній борговій ситуації, обмеження фінансування виявилися стримуючим фактором.

¹ Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic. Fiscal Monitor. IMF. April 2020. P. 14. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>.

² Ibid.

Потреби у фінансуванні для надання офіційної підтримки щодо пом'якшення таких обмежень були надмірно високими.

В умовах обмежених бюджетних можливостей країнам необхідно проводити оцінку переваг, витрат і ризиків заходів підтримки. Дослідження науковців та експертів із МВФ свідчать про те, що заходи у сфері охорони здоров'я, які допомогли швидко стримати поширення захворювання, також забезпечили більш раннє і безпечне зняття обмежувальних заходів, відновлення впевненості й пожвавлення економіки, що дало змогу знизити загальні соціальні та бюджетні витрати. Адресні грошові трансферти мали життєво важливе значення для бідних, які витрачали їх на товари першої необхідності.

Аналогічним чином допомоги по безробіттю підтримали необхідний рівень споживання людей, які втратили роботу. Багато заходів політики, що забезпечили надання критично важливої підтримки в короткостроковій перспективі, мали більш довгострокові наслідки. Наприклад, субсидії на виплату заробітної плати допомогли зберегти трудові відносини, але можуть сповільнити перерозподіл робочої сили на ринку праці при появі нових вакансій. Тимчасові відстрочки податкових платежів і зниження податків підтримують рівень ліквідності, але є ризик, що вони набудуть постійного характеру на шкоду державним доходам. Вливання капіталу часто виявлялися необхідними для запобігання банкрутствам. Особливо сильно постраждали компанії, що мали стратегічно важливе значення, але вони можуть затримати міжгалузевий перерозподіл ресурсів, критичний для відновлення економіки. Прямі або гарантовані позики до того часу були слабо задіяні, що вказує на певний успіх у відновленні довіри, а й на адміністративні обмеження та умовний характер, а також на надмірну заборгованість приватного сектору.

Бюджетні ризики також набули безпрецедентного характеру. Їх спричинила невизначеність щодо перебігу розвитку пандемії, траєкторії відновлення економіки, масштабів тривалих збитків і необхідного перерозподілу ресурсів, динаміки цін на біржові товари і світової фінансової кон'юнктури, а також умовних зобов'язань за явними й неявними гарантіями. Актуалізувалася необхідність забезпечення повної прозорості, належного урядування та обліку витрат за всіма бюджетними заходами, особливо з огляду на їх розмір та унікальний характер.

Глобальні зусилля з розроблення і забезпечення загального доступу до недорогої й ефективної вакцини або методу лікування мають найвищий пріоритет для обмеження гуманітарних, економічних та бюджетних витрат від пандемії. Заходи, що вживаються окремими країнами, включаючи грамотні, обґрунтовані й локалізовані заходи стримування, також життєво важливі для подолання кризи у сфері охорони здоров'я. Високий рівень заощаджень домашніх господарств на непередбачувані витрати і обмежений розмір приватних інвестицій в умовах невизначеності вказують на те, що процентні ставки в країнах з розвинутою економікою і деяких країнах з ринком, що формується, зберігатимуться на низькому рівні протягом довгого часу¹. Ці фактори забезпечують можливості обґрунтування того, що

¹ Fiscal Monitor: Policies for the Recovery October 2020 / IMF. P. 2. URL: <https://www.imf.org/ru/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

податково-бюджетна політика повинна залишатися важливим і потужним інструментом підтримки відновлення економіки. Перед іншими країнами з ринком, що формується, і країнами, які розвиваються, з низькими доходами, котрі стикаються з посиленням обмежень фінансування, постане необхідність переглянути пріоритети у сфері витрат і домагатися більшого за рахунок менших засобів через підвищення ефективності, а також вони потребуватимуть подальшої офіційної фінансової підтримки й полегшення тягаря заборгованості.

Директивним органам необхідний набір гнучких бюджетних заходів, щоб впоратися з наслідками самоізоляції й домогтися обережного відновлення економічної активності, а також забезпечити структурний перехід до нової постпандемічної економіки. У гострій фазі спалаху захворювання, коли повсюдно застосовувалися заходи самоізоляції, податково-бюджетна політика мала спрямовуватися на те, щоб будь-якими способами врятувати життя людей та забезпечити засоби до існування. У міру того як заходи самоізоляції пом'якшувалися і набували більш виборчого характеру, органи державного управління мусили подбати про те, щоб надання допомоги не було згорнуто надто швидко. Необхідно зберегти доопрацювання систем соціального захисту, що дають їм можливість забезпечувати охоплення, адресність і надання допомоги вразливим верствам населення. Після зниження ризиків для здоров'я і набуття відновленням стійкого передбачуваного характеру акцент заходів підтримки зміщується із захисту трудових відносин співробітників і компаній у бік допомоги працівникам у пошуках нової роботи, допомоги життєздатним, але все ще вразливим компаніям у поверненні до економічної діяльності, а також підтримки структурного переходу до постпандемічної економіки.

Після взяття пандемії під контроль завдяки появі ефективних вакцин або методів лікування органи державного управління стимулюватимуть відновлення економіки і при цьому врегульовуватимуть наслідки кризи, включаючи підвищені рівні боргу приватного і державного секторів, високе безробіття і зростання рівня нерівності й бідності. Можливості стимулювання або прийнятні темпи бюджетної консолідації залежать від конкретної країни, особливо від глибини економічного спаду, кількості безробітних і простоти доступу до фінансування. Країни, що володіють бюджетними можливостями (фіскальний простір) і відчувають серйозні тривалі наслідки кризи, повинні забезпечити тимчасові стимулюючі заходи, у т. ч. за рахунок державних інвестицій. Заходи щодо підтримки домашніх господарств з низькими доходами, зокрема створення якісних робочих місць, матимуть критично важливе значення для зниження рівня бідності. Країни з обмеженими бюджетними можливостями і меншим доступом до фінансування мають зберігати державні інвестиції і трансфери домашнім господарствам з низькими доходами, але при цьому підвищувати прогресивність оподаткування і піклуватися про те, аби високорентабельні компанії обкладалися пропорційними податками з метою сприяння зростанню і справедливого коригування.

Одним із важливих напрямів в Україні є контроль за дефіцитом сектору ЗДУ. Економіко-правовими механізмами його регулювання, що дістали значного поши-

рення у міжнародній практиці, є фіскальні правила. Формування чітких інституційних рамок для бюджетної політики та запровадження нових фіскальних правил як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, є однією з найпомітніших тенденцій міжнародних фінансів останніх років (Коноваленко, 2018, с. 166).

Наявність боргового якоря не забезпечує автоматичної можливості збереження фіскальної стійкості у короткостроковому періоді. Тому система фіскальних правил повинна включати ще й операційні правила з бюджетного балансу чи державних видатків. Борговий ліміт має бути визначений насамперед, беручи до уваги проблеми боргової стійкості й потреби у формуванні буфера ресурсів для абсорбції шоків¹. Фіскальні правила не повинні суперечити одне одному. Взаємозв'язки між кількісними значеннями боргового ліміту й операційними цілями повинні бути транспарентними і ґрунтуватися на результатах економічного аналізу. Надалі, виходячи з боргового ліміту, слід сформулювати операційні правила щодо балансу бюджету чи рівня державних видатків, які б узгоджувалися з борговим правилом.

Адекватні фіскальні правила дають змогу накопичувати буфери ресурсів у сприятливий період і підтримувати рівень економічної активності за негативних умов. Фіскальні правила не повинні перешкоджати дії автоматичних стабілізаторів на різних стадіях економічного циклу і мають передбачати можливість тимчасового відходу від правил (*escape clauses*), що надаватиме дискреційну фіскальну підтримку економіці. Відображаючи важливість завдань боргової стійкості, фіскальні правила, все-таки, повинні створювати бюджетний простір для проведення інклюзивної політики і фінансування реформ, спрямованих на економічне зростання (Eyraud et al., 2018).

Адекватним показником для оцінки фіскальної стійкості міг би бути показник чистого державного боргу. Але, на жаль, його використання як боргового правила є утрудненим у практичній площині. Теоретично застосування як фіскального правила саме чистого державного боргу було би більш доречним, оскільки частина державних активів могла би бути реалізована, а виручка спрямована на виконання боргових зобов'язань держави. Проте ступінь ліквідності державних активів і їхня ринкова вартість не завжди є певними величинами. Крім того, обчислення показника чистого боргу має спиратися на збір регулярних і точних даних для складання балансу державного сектору, що не спрацьовує у багатьох країнах. Нині лише Великобританія має фіскальне правило, виражене через показник чистого боргу, хоча фіскальні стратегії Австралії та Нової Зеландії передбачають фіскальні цілі у формі показників чистого боргу. Деякі країни – експортери сировинних товарів – встановлюють власні цільові орієнтири у формі “чистого багатства”, акумульованого в суверенних фондах.

Таким чином, тільки країни, що володіють якісною статистичною базою з питань державних фінансів (що має широке охоплення і високу точність) можуть всерйоз розглядати питання заміни валового державного боргу чистим боргом,

¹ Analyzing and Managing Fiscal Risks: Best Practices. IMF Policy Paper. 2016. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498345668.007>.

котрий відіграватиме роль фінансового якоря. На жаль, далеко не всі країни наразі мають можливість готувати балансові звіти для державного сектору, на основі яких можна було б вирахувати показник чистого боргу. У 2016 р. 3/4 розвинутих країн подавали до МВФ свої баланси з оцінками фінансових активів для складання щорічника “Статистика державних фінансів” (Government Finance Statistics Yearbook). Однак серед країн, що розвиваються, і розвинутих країн менше 1/3 готували баланси державного сектору, які надалі публікувалися у вказаному виданні.

Монетарна та фінансова політики відіграють значну роль у розвитку та підтримці національних економік, особливо за умов кризи. Всі заходи, що здійснюються центральними органами влади, зокрема щодо валютної лібералізації, інфляційного таргетування, фінансової стабілізації, фінансової та монетарної політик у країні, набувають неабиякого значення під час економічних криз, включаючи і нову економічну загрозу – COVID-19. Кожна нова фінансова криза має певні характерні риси, частково притаманні попереднім кризам, проте також характеризується генерацією нових, притаманних лише їй елементів. З огляду на це інструменти як фінансової, так і монетарної політики мають змінюватися та вдосконалюватися відповідно до нових економічних викликів.

Кожна наступна криза є своєрідним індикатором слабкості економіки країни та поступового збільшення відставання від багатьох країн. У цих умовах неефективна податково-бюджетна політика призводить до нестачі фінансування і загального сповільнення економічного розвитку. Вивчення проблеми необхідне для виявлення негативних тенденцій у цій сфері, визначення засобів і цілей створення ефективних податкових механізмів в умовах розвитку глибокої кризи, з метою подолання загроз та забезпечення довгострокового економічного зростання в Україні.

Фінансова політика як концепція досить суперечлива. Це одне з тих визначень, які, з одного боку, інтуїтивно зрозумілі для всіх, а з другого – їх доволі складно надати в конкретній формі. Хоч одночасне використання різних підходів для визначення одного й того ж поняття не завжди відповідає економічній реальності, цей процес породжує певні суперечності. Проте необхідність детальнішого вивчення сутності поняття “фінансова політика” також актуалізується з появою нових економічних загроз та викликів.

Роботи А. Ауербаха, Ю. Городніченка та Д. Мерфі розкривають ефективність оптимізації державних видатків на різних рівнях бюджетів – державному та місцевих. Зокрема, ними досліджено вплив фінансової політики на кредитні ринки у США (Auerbach, Gorodnichenko, & Murphy, 2019). До того ж вони дотримуються думки про те, що фінансовий стимул може зменшити вартість державного боргу, а це, своєю чергою, знижує ризик глибокого спаду економіки. У широкому розумінні проблематика фінансової політики розглянута у працях Г. Колодко. Науковець зазначає, що сучасна економіка не повною мірою задовольняє потреби держави і не надає ефективних методів боротьби з проблемами, які періодично виникають, у т. ч. й у вимірі фінансово-економічної кризи (Колодко, 2020). Багато праць українських вчених присвячено проблематиці фінансової політики. Зокрема, фінансову стій-

кість аналізують О. В. Степанова (2019), В. П. Кудряшов (2019), І. В. Богдан (2020). С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов, Р. А. Балакін (2014) досліджують фіскальну політику з точки зору напрямів її формування в контексті асоціації України з ЄС.

Окремі класичні та неокласичні економісти стверджують, що витіснення повністю заперечує будь-який фіскальний стимул; цей погляд відомий як казначейський, і кейнсіанська економіка його відкидає. Згаданий погляд посиляється на теоретичні позиції класичних економістів з Британського казначейства, котрі виступили проти поглядів Дж. М. Кейнса в 30-х роках щодо фіскального стимулу. Той самий загальний аргумент повторювали деякі економісти-неокласики донині.

За класичним поглядом, експансивна фіскальна політика також зменшує чистий експорт, що має пом'якшувальний ефект для національного виробництва та доходів. Коли державні запозичення збільшують процентні ставки, це сприяє залученню капіталу від іноземних інвесторів, адже за інших рівних умов облігації, випущені в країні, яка здійснює експансивну фіскальну політику, тепер пропонують вищу норму прибутку. Іншими словами, компанії, котрі хочуть фінансувати проекти, повинні конкурувати з урядом за капітал, щоб пропонувати вищі норми прибутку. Для придбання облігацій, що походять з певної країни, іноземні інвестори повинні отримати валюту цієї країни. Тому, коли іноземний капітал надходить до країни, що зазнає фіскальної експансії, попит на валюту цієї країни зростає. Це сприяє подорожчанню валюти, зменшуючи вартість імпорту та роблячи експорт із цієї країни дорожчим для іноземців. Отже, експорт зменшується, а імпорт збільшується, зменшуючи попит на чистий експорт.

Особливість кризових процесів, викликаних COVID-19, полягає в дуже високому рівні їх глобалізму та реальній загрозі соціальному життю людства. У цілому заходи з протидії негативним соціально-економічним наслідкам поширення COVID-19 у всіх без винятку країнах світу реалізуються в рамках стабілізуючої макроекономічної політики, що включає соціальні, грошово-кредитні і фіскально-бюджетні елементи.

Переважними джерелами економічних наслідків пандемії COVID-19 є зміна поведінки домогосподарств та фірм у реагуванні на вірус та закриття несуттєвих секторів економіки як засіб контролю над поширенням пандемії. Певні компанії в окремих секторах змогли використовувати технологію для реалізації режимів віддаленої роботи. Однак компанії, яким потрібна фізична присутність працівників для здійснення своїх операцій, особливо із сектору виробництва та сфери послуг, найбільше постраждали внаслідок економічних зупинок у всьому світі.

Зміни у споживчих уподобаннях домогосподарств були ще одним значним джерелом економічних наслідків під час пандемії. Зміна поведінки домогосподарств переважно пов'язана з їх зараженням, а також неможливістю займатися певною економічною діяльністю через соціальне дистанціювання чи занепокоєння щодо зараження. Домогосподарства частково передбачають довгостроковий вплив на їхнє багатство з ширшими економічними наслідками пандемії та коригують свої поточні моделі споживання, аби максимізувати очікувану корисність протягом усього життя.

Різні заходи блокування у відповідь на COVID-19 зупинили економічну діяльність у певних секторах та різко порушили роботу інших. Як наслідок, втрата робочих місць та банкрутство спричинили економічну напруженість для мільйонів людей у Європі та в усьому світі. У зоні євро ЄЦБ відреагував суворою монетарною політикою та наглядовими заходами, оголошеними 12 та 18 березня 2020 р. Уряди країн ЄС почали оголошувати та застосовувати різні фінансові заходи для стримування економічних наслідків. Європейські правила державної допомоги та фінансові правила було призупинено.

Одразу після розгортання пандемії почали з'являтися публікації щодо макро-економічних питань, пов'язаних з пандемією COVID-19. Дослідницькі аналітичні центри та засоби масової інформації прагнули отримати коментарі, наукові й аналітичні матеріали. Так, у роботі Р. Болдуїна та В. ді Мауро (Baldwin, & Weder di Mauro, 2020) було проілюстровано вплив загальної макроекономіки та політики, торгівлі, ланцюга поставок, фінансів, банківської справи і регіональної чутливості.

Багато праць з імітаційного моделювання базувалися на попередньому досвіді, даних у реальному часі та інтуїтивних і політичних перспективах від МВФ, БМР, Світового банку, ОЕСР, ЮНКТАД.

Т. Бек зосередився на фінансових та банківських ризиках, створених пандемією, і стверджував, що ефект залежатиме від трьох факторів – економічних наслідків пандемії в глобальному масштабі, реакцій фінансової та монетарної політики на шоки та регуляторних реакцій, які стосуються можливої крихкості банку (Beck, 2020).

С. Манн вказував на взаємозв'язок між світовими товарними ринками, фінансовими ринками, настроями громадськості, і, ймовірно, погіршення ситуації в економіці мало викликати політичні реакції (Mann, 2020). Інші автори також пояснювали, що пандемія COVID-19 є як шоком попиту, так і шоком пропозиції, який, певно, суттєво уповільнить сукупні торгові потоки, а також те, що через міжнародні деформації в ланцюгу поставок неминучі проблеми та загроза виробництва.

З досвіду моделювання економічних наслідків пандемії грипу (Wren Lewis, 2020) випливало, що COVID-19 спричинить зниження економічного зростання в результаті зменшення пропозиції робочої сили, вищих виробничих витрат, вищої тимчасової інфляції та скорочення соціального споживання.

Науковці, вивчаючи несприятливий шок пандемії (Fornaro, & Martin, 2020), згадували про її вплив на темпи зростання продуктивності, з урахуванням стандартної нової кейнсіанської представницької економіки та ендегенних технологічних змін з м'якими пастками.

М. Фарія е Кастро спирався на дослідження різних форм фінансової політики у вивірній новій кейнсіанській моделі (Faria e Castro, 2020). Статті, пов'язані з пандемією COVID, характеризували моделі зараження SIER або SIR, накладаючи їх на економічну ситуацію. С. М. Ейхенбаум та ін. (Eichenbaum, Rebelo, & Trabandt, 2020) розглядали односекторний аналіз динамічної моделі та вивчали наслідки пандемії, беручи до уваги оптимальні раціональні реакції приватних агентів. Далі вони висвітлювали оптимальну політику Пігу для інтерналізації зовнішніх факторів. Інші науковці аналізували

оптимальну політику динамічного відключення в рамках моделі SIR (сприйнятливий – заражений – відновлений) (Alvarez, David, & Francesco, 2020). Однак жодна з цих статей не зосереджувалася на нестачі попиту та не охоплювала кількох галузей. Дехто показував вплив на норми прибутку на основі деяких даних часових рядів історичних пандемій з великою кількістю жертв (Jorda, Singh, & Taylor, 2020).

Економічний спад, який розпочався в лютому 2020 р., відрізнявся від попередніх криз, включаючи Велику депресію 1930-х та Велику рецесію 2007–2009 рр. Це було спричинено значною мірою занепокоєнням щодо поширення COVID-19 та державною політикою, спрямованою на обмеження соціальних контактів. Внаслідок проблем, пов'язаних з охороною здоров'я громадськості, а також перебуванням вдома та припиненням роботи через обмеження контактів, зменшилися грошові потоки до підприємств та збільшилася кількість безробітних.

Фіскальна політика під час поточного скорочення, відновлення та подальшого періоду могла мати дві форми: 1) призначена для запобігання банкрутствам бізнесу та підтримці безробітних під час первісно вираженого скорочення; 2) така, що застосовується під час традиційного спаду та відновлення, спрямована на стимулювання сукупного попиту в цілому та відновлення повної зайнятості.

Прогнозувалося, що економічний ефект спаду, включаючи дискреційні витрати й автоматичне зменшення доходів та збільшення витрат, що супроводжують рецесію, суттєво збільшить борг. Хоча серед економістів склався загальний консенсус стосовно того, що вирішувати проблеми з боргом передчасно, враховуючи серйозність поточного скорочення, основна економічна теорія вказувала на важливість розв'язання проблеми нестабільного боргу, як тільки дадуть змогу економічні умови. Висловлювалися побоювання, що після відновлення економіки істотно збільшений борг може змусити політиків розглянути політику зменшення дефіциту, яка включатиме підвищення податків та/або зменшення витрат.

Фінансово-економічні та соціальні проблеми, викликані глобальною пандемією, зумовили невідкладне вжиття заходів для стримування поширення вірусу та обмеження негативного впливу на соціально-економічний стан громадян зокрема і макроекономічну, зовнішньоекономічну й фінансову політики держави в цілому. У зв'язку з цим виникла необхідність модернізації старих інструментів, упровадження нових та активізації зусиль для вирішення міжнародних податкових проблем, спричинених диджиталізацією економіки. Країни, що розвиваються, потребували міжнародної підтримки, у т. ч. шляхом координації фінансової підтримки, адаптації податкових правил та відновлення державних фінансів.

У звіті ОЕСР увага зосереджувалася на інструментах податкової політики у подоланні кризи COVID-19 для підтримки ліквідності підприємницького сектору та вразливих верств населення, збереження зайнятості й забезпечення економічного відновлення, бюджетному стимулюванні та зміцненні стійкості державних фінансів¹. Пандемія коронавірусу призвела до кризи охорони здоров'я і падіння

¹ Tax and Fiscal Policy in Response to the Coronavirus Crisis: Strengthening Confidence and Resilience / OECD. 2020. May 19. URL: <https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/tax-and-fiscal-policy-in-response-to-the-coronavirus-crisis-strengthening-confidence-and-resilience-60f640a8/>.

економічної активності, які не мали прецедентів у новітній історії. Пріоритетом державних органів влади стало запровадження заходів щодо протидії поширенню коронавірусу для зменшення випадків захворювання і тим самим обмеження тиску на системи охорони здоров'я. Однак уряди країн, де спостерігалось зменшення негативного впливу кризи, зняли жорсткі обмеження та перейшли до другого етапу, прагнучи забезпечити відновлення економічної діяльності водночас із посиленням стійкості країни до настання ризику подальшого розгортання захворюваності.

Внаслідок таких кроків, як закриття закладів освіти, контроль над іноземним туризмом, повне обмеження підприємств готельно-ресторанної, торгово-розважальної діяльності, скасування авіаційного, автомобільного та залізничного пасажирського сполучення, недопущення масових заходів тощо, відбулися скорочення світового випуску продукції, порушення ланцюгів поставок товарів і послуг, зростання безробіття, значне скорочення доходів населення, що призвело до світового економічного шоку. Головним чинником запровадження жорстких карантинних заходів стала хронічна фаза занепаду національних систем охорони здоров'я, які не були підготовлені до експоненціального збільшення кількості випадків. Кризові явища кінця 2000-х – першої половини 2010-х років призвели до істотного скорочення витрат на цю сферу, катастрофічного зниження якості медичного обслуговування, зменшення загальної кількості медичного персоналу, в т. ч. у лікарнях, у зв'язку з чим, очевидно, і надалі зберігатиметься необхідність заходів щодо мінімізації наслідків та більшості обмежень.

Криза систем охорони здоров'я зумовила економічні потрясіння, що викликають зміни як пропозиції, так і сукупного попиту (Guerrieri et al., 2020). Карантинні заходи спричинили зменшення виробництва, створивши ефект потрясіння для пропозиції, а разом із загальною кризою в галузі охорони здоров'я зменшили комерційний та споживчий попит. За оцінками експертів ОЕСР, у контексті економічної невизначеності ймовірні наслідки обмежувальних заходів, полягали у зниженні економічної активності приблизно на чверть та скороченні споживчих витрат приблизно на третину, а подальше дотримання жорстких обмежень могло призвести до можливої втрати 2 % річного ВВП¹.

Насамперед заходи з мінімізації кризи COVID-19 мали раптові та глибокі економічні наслідки, що негативно вплинули на фінансові ринки країн Східної та Південно-Східної Європи, оскільки міжнародні інвестори почали відкликання інвестицій з регіону. Динаміка прибутковості державних облігацій урядів стрімко зростала у березні, а національні валюти Грузії, Молдови та України на початок квітня втратили понад 10 % вартості відносно долара США. Карантинні заходи зупинили економічну діяльність у більшості країн. Закриття національних кордонів порушило торговельні та туристичні потоки, а також спричинило перешкоди значній частці заробітчан, особливо у сільськогосподарському секторі. Водночас

¹ Flattening the COVID-19 peak: Containment and mitigation policies / OECD. 2020. March 24. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/flattening-the-covid-19-peak-containment-and-mitigation-policies-e96a4226/>.

падіння світових цін на товари безпосередньо вплинуло на Азербайджан і Вірменію, зокрема, скорочення надходжень грошових переказів ускладнило негативні наслідки для всього регіону (рис. 1.1).

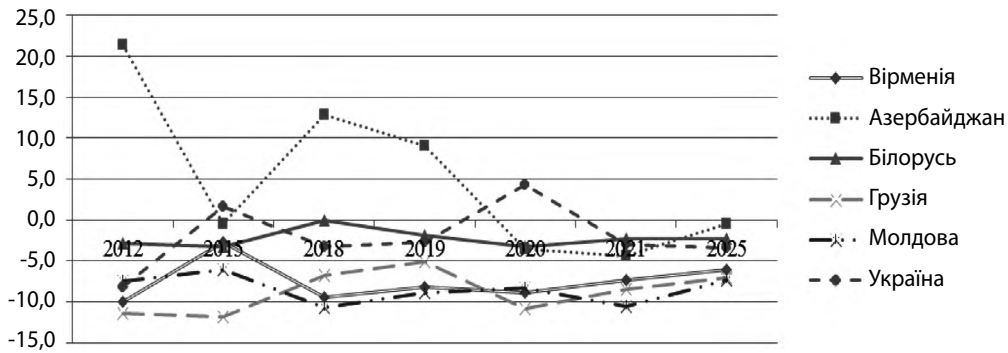


Рис. 1.1. Платіжний баланс країн Східного партнерства у 2012–2025 рр., % ВВП

Примітка: для 2020, 2021 та 2025 рр. наведено прогнозовані значення.

Побудовано за: World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent / IMF. October 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>.

На початку пандемії в країнах Східної Європи та Кавказу спостерігались значне знецінення національної валюти (крім Азербайджану, оскільки азербайджанський манат підлягає валютному контролю) та зростаюча дохідність державних облігацій, що сигналізувало про підвищену стурбованість щодо стану державних фінансів у цілому. За винятком Азербайджану та Молдови валюти країн регіону залишалися слабшими, ніж до кризи (приблизно на 20 % нижче в Білорусі та Україні). Однак ці знецінення були пов'язані не тільки з впливом COVID-19, а й з політичною нестабільністю. Тренди прибутковості державних облігацій та обмінних курсів свідчили про падіння довіри інвесторів до економіки регіону, що підвищувало економічну невизначеність на світовому фінансовому ринку (табл. 1.2). Хоча зміни дохідності державних облігацій країн дещо покращилися із кінця березня, зберігалася більш негативна динаміка, ніж до кризи.

Наслідки впливу пандемії на міжнародну торгівлю виявилися значними, оскільки відбулося скорочення економічної діяльності на основних ринках через закриття кордонів, обмеження руху товарів, робочої сили та капіталу, падіння світового попиту та порушення ланцюгів створення вартості, що безпосередньо вплинуло на менші економіки периферії. Більшість економік країн Східного партнерства великою мірою залежали від торгівлі, тому незначні внутрішні ринки та високий ступінь впливу макроекономічних тенденцій в основних торгових партнерах – Європейському Союзу та Росії, могли призвести до більш різкого уповільнення темпів розвитку регіону. Прогнозувалося скорочення більше ніж на 30 % у 2020–2021 рр. обсягу ПІП, котрі були важливим джерелом економічного зростання та нарощування виробничого потенціалу в країнах Східного партнерства протя-

Таблиця 1.2

Прибутковість державних облігацій у країнах Східного партнерства

Емітент	Термін погашення	Прибутковість до погашення, % на рік		
		27.02.2020	27.03.2020	08.10.2020
Вірменія	2025	3,40	7,15	4,50
Азербайджан	2024	2,75	6,75	3,50
Білорусь	2030	6,00	7,20	6,70
Грузія	2021	6,87	21,50	6,87
Україна	2027	6,00	9,50	7,50

Складено за: COVID-19 crisis response in Eastern Partner countries / OECD. 13 October 2020. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/covid-19-crisis-response-in-eastern-partner-countries-7759afa3/>.

гом останнього десятиліття, тим самим – ускладнення посткризового відновлення регіону¹.

Поряд із заходами щодо модернізації систем охорони здоров'я уряди країн Східної та Південно-Східної Європи прийняли політику, яка сприяла мінімізації негативних соціально-економічних наслідків пандемії. З метою зменшення ризику уряди запровадили механізми надання фінансової підтримки та стабілізаційні пакети, розширюючи державні запозичення, отримуючи допомогу від міжнародних донорів та мобілізуючи фінансові ресурси шляхом створення фондів. Заходи, що були вжиті, включали забезпечення ліквідності МСП, заохочення збереження робочих місць, а також підтримку цільових секторів (наприклад, туристичний сектор у Грузії отримав податкові канікули та допомогу в погашенні позик). Також уряди намагалися пом'якшити негативні наслідки пандемії за допомогою заходів соціальної політики, зокрема надання підтримки вразливим групам (у т. ч. людей похилого та незахищеного віку) у доступі до необхідних першочергових товарів та внесення змін до нормативно-правових актів щодо захисту зайнятого населення.

Одразу після початку пандемії коронавірусу COVID-19 наукова та фахова спільнота розпочала дослідження фінансової політики й формування відповідних пропозицій щодо її вдосконалення в умовах безпрецедентних заходів, запроваджених урядами фактично всіх країн світу і спрямованих на запобігання поширенню смертельно небезпечної хвороби. Ці заходи в багатьох випадках призвели до істотного згортання господарської діяльності, припинення міграції населення як між країнами, так і всередині держав, скорочення руху капіталу тощо.

Провідні міжнародні організації долучилися до розроблення та прогнозування фінансової політики в контексті ситуації. ОЕСР збирав дані, здійснював аналіз та надавав рекомендації з низки тем для подолання кризи в галузі охорони здоров'я,

¹ Foreign direct investment flows in the time of COVID-19 / OECD. 2020. May 4. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/foreign-direct-investment-flows-in-the-time-of-covid-19-a2fa20c4/>.

економіки та суспільства, сприяв координації глобальних дій у реакції на цей величезний виклик. Було підготовлено кілька документів, що об'єднували політичні відповіді, які охоплювали широкий спектр тем, від охорони здоров'я до освіти та податків, містячи вказівки щодо короткотермінових заходів, необхідних у постраждалих секторах, та зосереджуючи увагу на вразливих сегментах суспільства і економіки¹. Окрім негайних відповідей вони мали забезпечити аналіз довгострокових наслідків, пропонуючи шлях до відновлення за допомогою скоординованих політичних відповідей у різних країнах.

У травні 2020 р. експерти ОЕСР підготували звіт², де підсумовувалися здійснені на той момент кроки та надавалися пропозиції щодо подальшого пристосування фіскальної політики до ситуації, яка склалася. Головна увага приділялася тому, як фіскальна політика має допомогти урядам держав у подоланні кризи COVID-19. Визначалося, що уряди вжили рішучих заходів для стримування поширення вірусу та обмеження негативного впливу пандемії на добробут населення й економіку загалом, зокрема через допомогу бізнесу, підтримку домогосподарств та заходи щодо збереження зайнятості. Наголошувалося на необхідності подальших жорстких дій і потребі в адаптації політики до нових економічних та економічних реалій. Передбачалося, що обмежувальні заходи зніматимуться поступово, а отже, відновлення економіки відбуватиметься нерівномірно. Рішуча фіскальна політика у сферах, де відновлення було би слабким, мала його посилити. Підкреслювалося, що країнам, які розвиваються, доцільно надавати конкретну підтримку, в т. ч. шляхом міжнародної координації, фінансової допомоги та удосконалення фіскальних правил. Зазначалося, що слід вивчити всі варіанти подальших кроків, включно з модернізацією старих інструментів, упровадженням нових та активізацією постійних зусиль для вирішення податкових проблем у світовому масштабі, спричинених цифровізацією економіки.

Розгортання кризи привернуло увагу науковців та експертів у контексті її наслідків для економік країн, що розвиваються. На думку E. Díaz-Bonilla (2020), ці історично безпрецедентні часи вимагали нетрадиційних реакцій. Попри негативні приклади країн, які в минулому зловживали "нетрадиційними монетарними підходами", що призводило до високих темпів інфляції, істотних девальвацій, платіжної кризи та корупції, ці підходи з обережністю слід використовувати для фінансування конкретних державних видатків, таких як грошові перекази та захисні мережі для бідних і вразливих верств населення, а також певні державні інвестиції та підтримка діяльності фірм. У будь-якому разі гроші завжди потрапляють в економіку через певних суб'єктів (нині здебільшого власників активів, що купуються), а не внаслідок надання кожному громадянину однакового обсягу валюти (як у прикладі М. Фрід-

¹ Tax Administration Responses to COVID-19: Business Continuity Considerations / CIAT, IOTA, OECD. 2020. 18 p. URL: https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=128_128290-cy6mbvet5x&title=Tax-administration-responses-to-covid-19-business-continuity-considerations.

² Tax and fiscal policy in response to the Coronavirus crisis: Strengthening confidence and resilience / OECD. 2020. May 19. URL: <https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/tax-and-fiscal-policy-in-response-to-the-coronavirus-crisis-strengthening-confidence-and-resilience-60f640a8/>.

мана про “вертолітні гроші” (Friedman, 2017)). Вирішенню цієї проблеми допоміг би універсальний дохід, і окремі недавні пакети порятунку в розвинутих країнах рухались у цьому напрямі. Автор вважав, що реалізація таких заходів сприяла би демократизації каналів, через які розширена пропозиція грошей потрапляє в економіку.

Від початку кризи дослідники наголошували на зростанні економічної невизначеності, що насамперед актуально для країн, які розвиваються (Chakraborty, & Thomas, 2020). На думку авторів, макроекономічну невизначеність, створену COVID-19, важко виміряти. Ситуація вимагає одночасного втручання політики щодо інфраструктури охорони здоров'я, засобів до існування та гуманітарних питань, які виникають унаслідок міждержавної міграційної кризи. Незважаючи на те, що, наприклад, Індія швидко оголосила про політичні заходи, необхідна більша координація фінансово-монетарної політики, аби розширити масштаби реагування політики на “все, що потрібно” для подолання кризи. Інноваційні джерела фінансування дефіциту, включно з “грошовим фінансуванням фінансової програми” – варіант так званих вертолітних грошей – можуть бути належним рішенням. Підвищення граничного коефіцієнта дефіциту – 3 % ВВП є значним, з чіткою дорожньою картою процедури надмірного дефіциту як стратегія виходу після COVID-19. Уряд як роботодавець останньої інстанції, який забезпечить зростання заробітної плати, може бути ефективним компонентом цієї політики.

Колишній головний економіст МВФ, професор О. Бланшар ще на початку квітня 2020 р. висловив думку про три головних завдання фінансової політики під час пандемії (Blanchard, 2020). Кожна з цих трьох цілей має власний набір викликів та складних рішень. До них належать:

- 1) боротьба з вірусом; потрібно витратити стільки коштів, скільки потрібно на боротьбу з інфекцією, а також на стимулювання фірм виробляти тести, ліки та вакцини, аби можна було зупинити пандемію й утримувати її під контролем;
- 2) ліквідація наслідків форс-мажорних обставин, збереження добробуту населення та запобігання банкрутству фірм; оскільки багато домогосподарств не мають грошей, щоб вижити наступні кілька місяців без фінансової допомоги, а багато фірм – коштів, аби уникнути банкрутства, надання фінансової допомоги є надзвичайно важливим, щоб запобігти надзвичайним втратам населення та постійним збиткам для економіки;
- 3) коригування сукупного попиту, щоб він був ближчим до потенційного випуску; варто переконатися, що економіка функціонує якомога ближче до потенціалу, визнаючи, що на сьогодні потенціал погіршується через заходи щодо охорони здоров'я, необхідних для зменшення рівня зараження.

На думку О. Бланшара, типовим аргументом на користь фінансової координації є наявність наслідків попиту. Коли кілька країн стикаються з нестачею попиту, кожна країна може розпочати фінансову експансію, оскільки збільшені витрати частково припадуть на інші країни і, таким чином, будуть “витрачені” з точки зору країни, що починає. У цьому випадку вагомим є аргументоване рішення щодо скоординованого фінансового розширення, коли кожна країна отримуватиме вигоду від дій ін-

ших. Така ситуація стала наслідком координації фінансової політики під час світової фінансової кризи у 2007–2009 рр. Однак під час пандемії, наголошує О. Бланшар, спостерігається інше становище: головними цілями є боротьба з інфекцією та ліквідація наслідків катастроф, і країни явно готові робити все, що потрібно, незалежно від того, що роблять інші. Координація може стати більш актуальною пізніше у процесі відновлення, коли підтримка сукупного попиту опиниться в центрі уваги політики.

Науковець з Уханського університету Provash Sarker у статті, надрукованій у травні 2020 р., аналізував реакцію фінансової, монетарної та макрофінансової політики на кризу, спровоковану пандемією (Sarker, 2020). На його думку, у світі зростає економічна невизначеність. Заходи блокування та соціальних обмежень спричиняють втрати у світовому виробництві, поставках, торгівлі, інвестиціях і зайнятості. У результаті аналізу потенційного впливу заходів фінансової, грошово-кредитної та макрофінансової політики на економічні збитки, спричинені регуляторними та карантинними заходами, з'ясувалося, що грошові органи й центральні банки знизили політично важливі ставки, такі як репо, зворотне репо, вимога до резерву готівки (CRR), щоб полегшити забезпечення ліквідності в економіку. Центральні банки також розширили кредитні можливості для задоволення попиту на позики. Країни “Великої сімки” та з ринками, що формуються, запровадили комплексну прискорену фінансову, монетарну та макрофінансову політику для протидії негативним наслідкам пандемії. Політичні заходи охопили пакет фінансових стимулів, прямі витрати, позики та кредитні лінії, схеми рефінансування, договори своп, дисконтне кредитне вікно, зниження податку на кредит, короткострокове продовження позики, зниження політичних ставок, придбання облігацій, фінансування МСП.

Прагматичний підхід фінансової відповіді на ризики від пандемії на прикладі Індії розглядали А. Bajaj та G. Datt (2020). Вони зазначали, що тимчасом як уряди всього світу, включно з урядом Індії, здійснювали фінансову відповідь на кризу COVID-19, питання про те, як його фінансувати, виступило на перший план. На думку авторів, варіант центрального банку монетизувати додатковий державний борг і потім списати його є прагматичним виходом із ситуації. Пандемія COVID-19 – серйозна криза в галузі охорони здоров'я, а також велика економічна криза. Синхронна рецесія у великій кількості економік у всьому світі – наперед зроблений висновок. Уряди постійно оголошують про розширення спектра заходів швидкого реагування – для збільшення ресурсів для агентств першочергового реагування в секторі охорони здоров'я. Фінансова ціна цих заходів є масовою і швидко зростає. Жоден уряд не повинен ухилятися від фінансової відповіді на COVID-19 через обмежений фінансовий простір. Прагматична, хоч і неортодоксальна альтернатива монетизації, а потім списання державного боргу центральним банком є виходом із ситуації. (Подібна, хоч і політично складна, альтернатива існує також на міжнародному рівні через нову емісію міжнародних грошей МВФ у поєднанні з прощенням боргів для бідніших країн.) Водночас підтримка центральними банками фінансової політики в цей винятковий час (і обмежена його рамками), не повинна означати довгострокової відмови від цілей грошово-кредитної політики.

Питанням фінансової політики країн, що розвиваються, присвячено публікацію R. Arezki і Sh. Devarajan (2020). Автори наголошували на істотних втратах, яких зазнали через пандемію ці країни. Криза може спонукати уряди зменшити джерела державних витрат для інших бенефіціарів, крім тих, для кого вони призначені. Метою має стати створення фінансового простору для кращого обслуговування бідних з одночасним формуванням основи для відновлення економічного зростання, надання йому стійкого характеру. Окрім труднощів у фінансуванні заходів реагування на COVID-19, країни, що розвиваються, стикаються із серйозними проблемами щодо фінансової політики під час пандемії, і, ймовірно, ці проблеми зберігатимуться після неї. Окремі країни передчасно висловлюють ідею фінансової консолідації, аби повернутися до стійкого розвитку, однак, як вважали науковці, таку консолідацію слід відкласти, поки відновлення не почнеться. Також наголошується, що коли фінансова консолідація є доречною, її належній реалізації сприятиме посилений контроль за корупцією.

У роботі дослідників E. Benmelech і N. Tzur-Ilan (2020) проаналізовано детермінанти фінансової та монетарної політики під час кризи COVID-19. На думку авторів, країни з високим рівнем доходу оголосили про проведення масштабнішої фінансової політики, ніж країни з низьким рівнем доходу. Кредитний рейтинг країни став найважливішим фактором, що визначав її фінансові витрати під час пандемії COVID-19. Країни з високим рівнем доходу вступили в кризу з історично низькими процентними ставками, і вони знизили свої ставки менше, ніж країни з низьким рівнем доходу, та частіше використовували нетрадиційні інструменти монетарної політики. Робився висновок, що можливість застосовувати фінансову політику, коли короткострокові ставки є наднизькими, обмежена доступом країни до кредитних ринків. Автори висловили занепокоєння, що країни з негативною кредитною історією – країни з нижчим кредитним рейтингом та, зокрема, з низьким рівнем доходу – не зможуть ефективно використовувати інструменти фінансової політики під час економічної кризи.

Питанням пандемічних шоків та відповідей фінансової і монетарної політики в єврозоні присвячено дослідження, опубліковане в липні 2020 р. (Jinjarak et al., 2020). Автори розглядали істотну залежність між переважно ринковими факторами та динамікою пандемії COVID-19 у зоні євро. Наводились докази того, що під час пандемії коригування спредів своєї кредитного дефолту євро не збігаються з рівнями, передбаченими теоретичними моделями. Ідеться про “домінування COVID”, у зв’язку з чим розширення спредів може призвести до нетрадиційної монетарної політики, яка насамперед матиме на меті пом’якшити короткострокові негативні наслідки найгірших економічних результатів, тимчасово зменшивши занепокоєння щодо фінансового ризику.

Ефективності фінансової та монетарної політики у протидії наслідкам кризи присвячено публікацію D. Lacalle (2020). Автор наголошував, що поширення вірусу COVID-19 та смертність від нього створили величезну напруженість у світових системах охорони здоров’я та змусили уряди вжити крайніх заходів для стримуван-

ня вірусу, включно з локдауном та закриттям економічних секторів. Через ці унікальні виклики, що виходили з економіки, яка була слабкою вже у 2018 та 2019 рр., світ стикнувся з безпрецедентною глобальною кризою та високою невизначеністю щодо процесу відновлення. Криза стала шоком для постачання, що додалося до примусового зупинення економіки. Традиційні інструменти стимулювання кредитного попиту та звичайна політика у плані підтримки попиту, на думку автора, навряд чи принесуть значний позитивний ефект, оскільки будь-який сукупний попит, котрий стимулюватиметься, швидше за все, не супроводжуватиметься сукупною пропозицією. Поєднання заходів з боку попиту і пропозиції могло виявитися ефективнішим для стимулювання відновлення після пандемії.

Міру ефективності вжитих у європейських країнах заходів фіскальної політики розглянуто в публікації А. Leandro (2020). Європейські національні уряди відповіли на кризу, оголосивши про безліч фіскальних заходів різних типів та обсягів. Оголошені дані свідчили про різну національну реакцію основних економік еврозони. Однак вони не були "хорошим" показником фіскального стимулювання у 2020 р. На підставі прогнозів державного дефіциту підраховано, що національні фіскальні стимули у 2020 р. матимуть подібні масштаби в Німеччині, Іспанії, Франції та Італії. Однак існували суттєві відмінності між автоматичним і дискреційним внесками фіскальної політики в кожній країні. На думку автора, ефективність вжитих заходів, а не лише їх обсяг, буде ключовою для їхнього впливу на зростання. Дослідник вважав, що під час кризи найефективнішими будуть заходи, які сприятимуть збереженню продуктивної структури економіки. У цьому плані тимчасові програми скорочення робочої сили, такі як ERTE в Іспанії, Kurzarbeitgeld в Німеччині та *chômage partiel* у Франції, які забезпечували значну частину збільшення витрат у цих країнах, відігравали особливу роль, оскільки підтримували відносини, що існували між фірмами та їх працівниками і таким чином запобігали більш різкому й стійкому зростанню безробіття. Однак на етапі відновлення пропонувалося вжити заходи, які допоможуть економіці якомога швидше відновитися до потенційного рівня. Крім того, ці заходи повинні сприяти формуванню стійкіших економік, які також є продуктивнішими. Нарешті, з огляду на важливі економічні зв'язки між європейськими економіками, одним із ключових факторів забезпечення ефективності фіскального стимулювання мав стати його координований характер. Широко задокументовано, що фіскальне стимулювання в одній країні еврозони породжує позитивні зовнішні ефекти в решті європейських економік. У цьому аспекті призупинення обмежень європейського дефіциту є позитивним чинником, оскільки ці обмеження не сумісні з фіскальною підтримкою, необхідною за цих обставин. План відновлення, погоджений у липні 2020 р. Європейською Радою, який включав близько 390 млрд євро грантів державам-членам, також мав забезпечити важливу підтримку для відновлення європейської економіки та був доповненням до національних фінансових відповідей.

У статті A. Samous і G. Claeys (2020) стверджувалося, що неповна економічна й інституційна інтеграція еврозони піддала валютний союз дедалі більшим еко-

номічним суперечностям, що могли бути поглиблені кризою COVID-19. На думку авторів, монетарні та фінансові заходи, вжиті на початку пандемії, сприяли пом'якшенню економічних наслідків локдауну, але не надто допомогли зменшення економічних прогалин у країнах-членах. Водночас наголошувалося на істотній невідповідності щодо розвитку пандемії та її економічних наслідків. Фонд повернення коштів як новий інструмент для покращання стійкості єврозони є додатковим кроком для ствердження незворотності ЄВС та звільнення ЄЦБ від його надмірного політичного тягаря. Впровадження та розвиток цієї ініціативи, на думку дослідників, мали виявити, чи є це фундаментальним кроком, чи варіантом обмеженого в часі аналога Плану Маршалла.

Аспекти фінансової політики у період після пандемії розглянуто у публікації S. Mitha (2020). На думку автора, уряди переважно поклалися на запозичення, а не на оподаткування, щоб фінансувати свої збільшені витрати. Вони продовжуватимуть робити це, поки економіка не відновиться, оскільки будь-яке передчасне збільшення оподаткування може поставити під загрозу відновлення, ознаки якого з'являються. Поки що уряди здатні задовольнити свої потреби у фінансуванні за рахунок позикових коштів із помірною вартістю, проте їм потрібно буде збільшити оподаткування для погашення державного боргу та фінансування амбітних зобов'язань. Імовірно, будь-яке збільшення оподаткування буде відтерміновано, поки відновлення економіки не набуде стійкого характеру. Економічне зростання та інфляція можуть допомогти зменшити тягар державного боргу та оподаткування.

Аналізу фінансової політики в умовах пандемії у Великобританії, США й низці країн Європи присвячено матеріал, опублікований 18 листопада 2020 р. Автори (Anderson et al., 2020) класифікували фінансові заходи за трьома категоріями.

1. Негайний фінансовий імпульс: додаткові державні витрати (такі як медичні ресурси, утримання зайнятості, субсидування МСП, державні інвестиції) та недоотримані доходи (наприклад, скасування окремих податків і внесків на соціальне страхування). Такі заходи негайно призводять до погіршення балансу бюджету без прямої компенсації пізніше.

2. Відстрочки: кілька країн відклали певні виплати, включно з податками та внесками на соціальне страхування, які в принципі повинні бути виплачені пізніше. Ці заходи покращують стан ліквідності фізичних осіб та компаній, але не скасовують їхніх зобов'язань. Деякі з цих відстрочок тривають кілька місяців і закінчуються у 2020 р., і в цьому випадку вони не впливатимуть на загальний баланс бюджету 2020 р., лише на певні щомісячні залишки. Ті відстрочки, які завершуються у 2021 р. або пізніше, спричиняють погіршення балансу бюджету у 2020 р., але покращать його пізніше. Окремі країни також відклали обслуговування кредитів або оплату комунальних платежів, які також є важливими інструментами для покращання стану ліквідності тих, хто зазнав впливу кризи. Ці заходи теж мають бюджетні наслідки. Навіть якщо позики надаватимуть приватні банки, а комунальні послуги – приватні провайдери, баланс бюджету погіршиться у 2020 р. через менші доходи та надходження податків, але покращиться пізніше.

3. Інші норми та гарантії ліквідності: ці заходи охоплюють експортні гарантії, допомогу в ліквідності, кредитні лінії через національні банки розвитку. Окремі з цих заходів покращують стан ліквідності приватного сектору, але щодо скасування відстрочок, які є автоматичними та зазвичай застосовуються до цільових груп, кредитні лінії вимагають заходів від компаній, що зазнали впливу кризи. Кредитні лінії та гарантії можуть не послабити бюджетний баланс у 2020 р., але можуть створити непередбачувані зобов'язання, які перетворюються на фактичні витрати або у 2020 р., або пізніше.

Становлять інтерес дослідження американських фахівців, що аналізують фіскальну політику найпотужнішої держави світу. W. Edelberg і L. Sheiner (2020) опублікували матеріал, в якому проілюстрували подолання наслідків кризи за допомогою п'яти додаткових фіскальних політик:

1. Знижки домогосподарствам: знижки на чеки до 1700 дол. на дорослого та податковий кредит на дітей у розмірі 700 дол. для тих самих домогосподарств.

2. Додаткові виплати із страхування на випадок безробіття: збільшення їх на 300 дол. на тиждень протягом 12 місяців.

3. Допомога державним та місцевим органам влади: збільшення на загальну суму 400 млрд дол., що здійснюється протягом восьми кварталів.

4. Фіскальна підтримка малого бізнесу: черговий раунд заходів, подібних до Програми захисту заробітної плати (Paycheck Protection Program), на загальну суму 400 млрд дол., виділений протягом чотирьох кварталів (причому три чверті надаються протягом двох кварталів).

5. Інші заходи: додаткові 400 млрд дол. на тестування COVID-19 та відстеження контактів, вищу освіту та авіакомпанії.

На думку авторів, коли одержувачі федеральної допомоги збільшують свої закупівлі товарів і послуг, підприємства налагоджують виробництво та наймають більше робітників, ніж в іншому випадку, що сприяє зростанню виробництва та ВВП. У свою чергу, нові роботодавці також збільшують свої витрати, що також зумовлює збільшення виробництва та ВВП. Водночас інші політики можуть мати більший ефект, наприклад, збільшення продовольчої допомоги. Крім того, інші політики, які забезпечували б фіскальні стимули, мали б додаткові позитивні економічні ефекти. Наприклад, розширення та зростання кредиту з податку на прибуток може збільшити заробітну плату одержувачів після сплати податків і таким чином розширити стимули для людей до праці.

Потреба у зваженій фінансовій відповіді, зокрема й через фіскальні заходи, на кризу, пов'язану з пандемією коронавірусу, обґрунтовувалася в матеріалі M. S. Barr, H. Jackson та M. E. Tahaar (2020). Автори наголошували, що фінансова слабкість домогосподарств та підприємств – тобто низький рівень їхніх заощаджень та слабка здатність фінансово реагувати на мінливі обставини – є джерелом системного ризику, що піддає суспільство підвищеним ризикам зовнішніх шоків. На їхню думку, у довгостроковій перспективі США доведеться зосередитись на тому, як збільшити доходи й заощадження домогосподарств та малого бізнесу, які надто довго

залишаються вразливими. Водночас паралельно з фіскальними заходами держава повинна приділяти належну увагу ризикам для громадського здоров'я.

Стратегіям виходу з кризи та економічним викликам для країн із ринками, що розвиваються, у контексті економічної політики США присвячувалася публікація J. Aizenman та H. Ito (2020). Ця політика, на їхню думку, в епоху пост-пандемії матиме важливі наслідки для світової економіки. Викладено дві різні стратегії виходу США з перевищення боргу, пов'язаного з COVID-19, і проаналізовано їхній вплив на ринки, що розвиваються, та глобальну стабільність. Стратегія продовження вільної фіскальної політики та пристосування монетарної політики стимулюватиме короткострокове зростання, але також збільшить ризики глибшої кризи в майбутньому. Як альтернативу США можуть застосувати двосторонній підхід щодо зміщення фіскальних пріоритетів на витрати з високими соціальними виплатами, а потім сприяти фіскальним корекціям, спрямованим на первинний надлишок та стійкість боргу. Дослідники вважають, що історія успіху після Другої світової війни ілюструє доцільність і вигреш від двосторонньої фіскальної стратегії.

Американський фахівець J. Bullard (2020) розглядав відповіді фіскальної політики на кризу. Він зазначав, що криза COVID-19 у галузі охорони здоров'я стала потужним потрясінням для економіки США, причому негативний економічний вплив дебільшого проявився у березні та квітні. Відповіді фіскальної політики на початковій фазі поточної кризи були швидкими та значними. Ця політика успішно допомогла багатьом секторам економіки країни ефективно реагувати на першу хвилю пандемії. На думку автора, домогосподарства та підприємства адаптуються до нових ризиків смертності в економіці. Багато компаній відновили бізнес та потоки доходів, вживши заходи щодо захисту своїх споживачів та працівників, як відбувалося протягом II кварталу з основними роздрібними послугами. Автор вважав, що, хоча потреба в підтримці залишається, вона зменшується, оскільки багато людей змогли повернутися на робоче місце, а підприємства відновили виробництво. На його погляд, відповідь фіскальної політики на пандемію була дуже ефективною – фінансової кризи під час початкового шоку вдалося уникнути, і економіка США добре реагувала на здійснені політичні кроки. Наприклад, хоча рівень безробіття залишався підвищеним, він скорочувався швидше, ніж за попереднього відновлення, через подальше зменшення тимчасових звільнень. Крім того, після такого великого зниження у II кварталі, згідно з первинною оцінкою Бюро економічного аналізу США, реальний ВВП зріс на 33,1 % у річному вимірі в III кварталі 2020 р. Цей темп зростання був значно кращий, ніж прогнозували експерти у березні – квітні. У цьому аспекті відновлення виявилось кращим, ніж те, на що сподівалися на початку кризи.

Необхідності чіткого розмежування монетарної і фіскальної політики присвячено публікацію J. A. Dorn (2020). На думку автора, дотримання дистанції між монетарною і фіскальною політикою є ключовою умовою незалежності ФРС та довіри до неї. Коли ФРС розширює свої можливості, надаючи кредити та беручи участь у фінансовому контролі якості, це створює небезпечний прецедент. Замість того, щоб Конгрес ухвалював важкі бюджетні рішення, політики звертаються за допо-

могою до ФРС. Прийняття підходу, що базується на чітких правилах, у проведенні грошово-кредитної політики допоможе забезпечити незалежність центрального банку та сприятиме як монетарній, так і фінансовій стабільності.

Питання фінансової політики під час пандемії коронавірусу порушувалися й на Африканському континенті. Як приклад можна навести статтю K. D. Dzigbede та R. Pathak (2020). Автори розглядали фінансові виклики, які ставили пандемія коронавірусу в африканських країнах, використовуючи Гану як приклад та узагальнюючи негайні грошові й фінансові відповіді країни. Пандемія коронавірусу була пов'язана зі значним розширенням заходів щодо боротьби з бідністю в Гані, і збільшення державних витрат за програмою грошових трансфертів частково компенсувало економічні шоки, пов'язані з кризою, і мала покращити результати в аспекті подолання бідності та нерівності. Автори стверджували, що інші цілеспрямовані політики щодо видатків та доходів підтримували довгострокову економічну стійкість. Дослідження показало, що тимчасове розширення наявної програми прямих виплат готівкою бідним домогосподарствам може бути ефективною політикою соціального захисту, як і чітко націлена політика щодо доходів і витрат. Отримані дані свідчили про те, що, хоча пандемія могла спричинити серйозні потрясіння в економіці, чітко спрямована політика видатків та доходів, закріплена в надійному макроекономічному управлінні, сприятиме економічній і довгостроковій фінансовій стійкості. Органи державного управління мусили забезпечити, щоб відповідь національної політики на пандемію коронавірусу враховувала соціально-економічні показники, такі як бідність і нерівність доходів.

Аналіз проведених у 2020 р. досліджень трансформації фінансової та монетарної політики через пандемію коронавірусу вказує на такі їхні ознаки:

- практично всі автори наголошували на тривалому характері кризи й неможливості передбачити термін її закінчення;
- як наслідок, поглиблювалася економічна невизначеність у глобальному масштабі;
- наголошувалося на необхідності координації фінансової політики країн з метою пом'якшення негативних наслідків;
- особлива увага зверталася на допомогу країнам, що розвиваються, та з ринками, які формуються;
- країнам пропонувалося прагнути до збалансування попиту і пропозиції, обережно використовуючи фінансові заходи;
- попри широкий спектр вжитих заходів і застосовуваних політик, спрогнозувати їхні результати було на той момент неможливо.
- невід'ємною складовою фінансової політики мала бути обережна підтримка постраждалих домогосподарств і бізнесу, насамперед МСП.

1.1.1. Особливості фінансової політики

Поширення пандемії COVID-19 спричинило різке погіршення економічного та соціального розвитку у переважній більшості країн світу. Лідери країн G-20 висту-

пили із заявою, що подолання викликів пандемії є абсолютним пріоритетом і потребує прозорості, надійності, скоординованої, масштабної та науково обґрунтованої відповіді, а також солідарних зусиль¹.

Обмеження негативних впливів пандемії вимагало стрімкого збільшення державної підтримки охорони здоров'я, заходів з обмеження виконання виробничих функцій, що потребують спілкування, контактів на транспорті, відносин у закритому просторі, придбання товарів, отримання послуг тощо. Такі заходи, з одного боку, потребували значного збільшення державних витрат, передусім бюджетного ресурсу, з другого – гальмування соціальних контактів із метою недопущення поширення вірусних інфекцій. Необхідність збільшення державних видатків натрапляла на потреби у внесенні змін до проведення виробничих операцій (різкого розширення дистанційних форм зайнятості, роботи вдома, за замовленням тощо). Брак досвіду у використанні таких форм та належної інфраструктури для їх забезпечення призводив до обмеження ділової активності, що спричиняло зменшення дохідної частини публічних бюджетів.

За оцінками Європейської комісії фінансова політика в єврозоні у 2020–2021 рр. здійснювалася за надзвичайних умов пандемії COVID-19. Відзначалося погіршення динаміки як попиту, так і пропозиції, наслідком чого стала глибока депресія 2020 р. Уряди мусили вдаватися до застосування дискреційних заходів, обсяг яких досягнув 3,25 % ВВП. З урахуванням впливів автоматичних стабілізаторів (близько 5 % ВВП) початок економічного відновлення передбачався у 2021 р. Водночас наголошувалось на істотних відмінностях економічної динаміки в різних країнах єврозони. На особливу увагу заслуговувало проведення державних видатків, що сприяють економічному зростанню, передусім інвестицій для забезпечення стабілізації в короткостроковому періоді, а також у майбутній перспективі. Урядам рекомендувалося підтримувати державні інвестиції та державні витрати, сприятливі для економічного зростання².

Для обмеження прагнень до застосування дефіциту та проведення більш виваженої фінансової політики використовувалися фінансові інституціональні інновації (фінансові правила, законодавство про фінансову відповідальність, середньострокові бюджетні рамки). Зокрема, постало питання щодо продовження використання фінансових правил, які стосуються одного з найважливіших механізмів управління державними фінансами. З'ясувалося, що їх повне дотримання стримує проведення активної фінансової політики, спрямованої на подолання наслідків пандемії. Водночас відмова від їх застосування порушуватиме фінансову стабільність, досягнуту завдяки вжиттю заходів фінансової консолідації протягом попередніх років.

COVID-19 зумовив необхідність внесення істотних змін до фінансової політики у більшості країн світу. Його впливи підвищили ступені невизначеності щодо застосування механізмів протидії таким викликам, проведення перерозподілу ресур-

¹ G20 Leaders' Statement Extraordinary G20 Leaders' Summit Statement on COVID-19.

² Assessment of the Fiscal Stance appropriate for the Euro area / European Commission. 2020. July. URL: https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-fiscal-stance-appropriate-euro-area_en.

сів, мобілізації доходів, прогнозування змін на фінансових ринках, надання гарантій тощо. Фіскальна політика потребувала суттєвого коригування зі спрямуванням на подолання таких викликів, забезпечуючи при цьому економічну стабільність і зміцнюючи фінансову безпеку.

До проблем, що вимагали вирішення в аспекті боротьби з викликами, спричиненими пандемією, належали такі (Guttenberg, & Hemke, 2020):

- компаніям необхідна ліквідність, щоб у короткостроковій перспективі продовжувати діяльність, оскільки їхні доходи зменшуються через карантинні заходи та погіршення постачання;
- працівники та самозайняті потребують допомоги, оскільки роботодавці повинні скоротити робочий час;
- банки вимагають підтримки для продовження забезпечення ліквідності реальної економіки;
- економіка потребує своєчасного збільшення попиту для покриття витрат, що істотно зростають.

Загострення фіскальних ризиків відбувалося внаслідок зниження темпів економічного зростання, погіршення умов залучення фінансового ресурсу з метою покриття додаткових витрат, утримання високих рівнів державної заборгованості та необхідності обслуговування державних запозичень, підвищення цін на товари і послуги, розширення умовних зобов'язань. Водночас слід було враховувати застосування заходів підтримки державних та приватних корпорацій унаслідок використання фіскальних механізмів, а також інструментів кількісного послаблення з боку центральних банків, допущення квазіфіскальних операцій.

Заходи державної протидії викликам пандемії здійснюються шляхом збільшення бюджетних витрат (за умов зменшення доходів унаслідок зниження економічної активності та призупинення окремих видів діяльності). Тому коригування фіскальної політики супроводжується загостренням фіскальних ризиків і вимагає додаткового ресурсу для їх пом'якшення. Зростають загрози погіршення стану державних фінансів та накопичення державної заборгованості.

У розвинутих країнах, а також державах з ринками, що формуються, було значно збільшено позабюджетну допомогу компаніям з метою підтримки їх ліквідності, а також надання державних гарантій. Зросло боргове навантаження. Такі заходи зміцнювалися кількісним пом'якшенням, яке застосовувалося центральними банками (шляхом купівлі корпоративних облігацій, надання банківських позик корпораціям, придбання корпоративних облігацій на первинному або вторинному фінансових ринках). Водночас утримувалися низькі рівні інфляції, а також бюджетний дефіцит фінансувався за умов низьких процентних ставок¹.

Особлива увага приділялася державним видаткам, що сприяють економічному зростанню, передусім інвестицій для забезпечення стабілізації в короткостроковому періоді, а також у перспективі. Урядам рекомендовано підтримувати державні ін-

¹ Fiscal Monitor. October 2020: Policies for the Recovery / International Monetary Fund. P. 1–5. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

вестиції та витрати, сприятливі для економічного зростання. Проте реалізація таких програм призводить до збільшення показників дефіциту сектору ЗДУ (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Динаміка показників фіскального балансу загального уряду, % ВВП

Країни	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Світ у цілому	-3,1	-3,9	-12,7	-7,6	-5,9	-5,1	-4,8	-4,5
Розвинуті країни	-2,7	-3,3	-14,4	-6,9	-4,6	-3,7	-3,4	-3,3
США	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	-6,5	-5,6	-5,4	-5,5
Єврозона	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	-2,7	-2,1	-1,8	-1,8
Франція	-2,3	-3,0	-10,8	-6,5	-5,3	-4,9	-4,7	-4,7
Німеччина	1,8	1,5	-8,2	-3,2	0,6	0,8	1,0	1,0
Італія	-2,2	-1,6	-13,0	-6,2	-3,9	-2,7	-2,5	-2,5
Іспанія	-2,5	-2,8	-14,1	-7,5	-5,8	-4,7	-3,9	-4,4
Японія	-2,5	-3,3	-14,2	-6,4	-3,2	-2,8	-2,6	-2,7
Великобританія	-2,3	-2,2	-16,5	-9,2	-7,1	-5,8	-5,1	-4,4
Країни з ринками, що формуються, та середніми доходами	-3,8	-4,9	-10,7	-9,2	-8,1	-7,5	-6,9	-6,3

Складено за: Fiscal Monitor. Policies for the Recovery / IMF. 2020. October. P. 6. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

Прийняття програм боротьби з викликами пандемії вимагає істотного перевищення бюджетних видатків за межі доступних доходів, унаслідок чого відзначається різке зростання дефіциту сектору ЗДУ у більшості країн світу. Його рівень, рекомендований МФО за підсумками 2019 р., було перевищено як у розвинутих державах, так і в країнах з ринками, що формуються. Водночас у євроні було забезпечено дотримання прийнятих індикаторів. Починаючи з 2020 р., передбачалися істотні зміни у проведенні фіскальної політики. В управлінні бюджетним дефіцитом можна виокремити такі етапи: 1) різке зростання його показників (2020 р.); 2) утримання рівня, що набагато перевищує рекомендовані індикатори (2021–2022 рр.); 3) зменшення бюджетного дефіциту з метою наближення до вимог, установлених фіскальними правилами (з 2023 р.). Більшою мірою такі тенденції є характерними для розвинутих країн. Водночас спостерігалися відмінності між регіонами й окремими державами. В євроні відновлення рекомендованих рівнів дефіциту передбачалося уже з 2022 р. У США і Великобританії навіть у 2025 р. не прогнозувалося досягнення таких результатів. Істотними залишалися також відхилення в Іспанії.

До заходів фіскальної політики у зв'язку з подоланням наслідків пандемії належали: підтримка доходів домогосподарств (грошові та негрошові трансферти, виплати з безробіття); заходи з підтримки зайнятості (збереження робочих місць, субсидії з підтримки тимчасової зайнятості, активна політика на ринку праці); дер-

жавні інвестиції; заходи у сфері оподаткування (тимчасове відстрочення зі сплати податків та платежів на соціальне забезпечення, зниження ставок оподаткування прибутку підприємств, прискорена амортизація і перенесення збитків, запровадження прогресивного оподаткування); інша підтримка ліквідності (надання позик, гарантій, підтримка платоспроможності підприємств, реструктуризація боргу).

Зокрема, фіскальна політика у Німеччині спрямовувалася на застосування заходів щодо покращання захисту здоров'я громадян, підтримки робочих місць шляхом збільшення державних витрат. Було запроваджено відстрочки з оподаткування підприємств, розширювалися програми кредитування заходів з гарантування ліквідності компаній, створили Фонд економічної стабілізації з метою підтримки розвитку компаній. Знижено вимоги до відшкодування внесків на соціальне страхування для роботодавців. Покращено умови залучення до роботи тимчасових працівників. Водночас дотримувалися вимоги Пакту стабільності та зростання щодо застосування фіскальних правил. Номінальний фіскальний баланс у 2019 р. було зведено з профіцитом у 1,5 % ВВП. Структурний дефіцит загального уряду становив 0,6 % ВВП. За підсумками 2020 р. очікувалося зведення балансу загального уряду з дефіцитом. Причина полягала у проведенні експансивної видаткової політики, а також втраті податкових надходжень до бюджету. Зниження показників дефіциту очікувалося лише за підсумками 2021 р. Тільки з 2022 р. дефіцит публічного бюджету прогнозувався менше 3 % ВВП. Основне навантаження мало припадати на федеральний бюджет, що ж до земель і місцевих органів державного управління, то вони також мусили зводити бюджети з дефіцитом, проте меншою мірою, ніж федеральний бюджет¹.

Важливого значення з точки зору дотримання принципів фінансової стабільності набули питання динаміки державної заборгованості в період боротьби з викликами COVID-19. Застосування заходів фіскальної консолідації протягом попередніх років (у аспекті зниження боргового навантаження) сприяло стримуванню накопичення заборгованості, проте її рівень відносно ВВП залишався високим. Фіскальне розширення в ході обмеження впливів пандемії стало причиною помітних змін у проведенні боргової політики (табл. 1.4).

Показники державної заборгованості зростали (як у світі в цілому, так і в окремих регіонах і державах). Здебільшого вони перевищували індикатори, установлені фіскальними правилами. Різке збільшення показників боргу передбачалося на 2020 р. Водночас, на відміну від динаміки рівня дефіциту, їх зниження не прогнозувалося до 2025 р. Винятком була єврозона, де прогнозувалося обмеження заборгованості, проте її рівень мав перевищувати індикатори, установлені фіскальними правилами. Найближче до розв'язання таких завдань підійшла Німеччина. Доволі високими залишалися показники США, Італії, Франції, Іспанії, Великобританії.

¹ German Draft Budgetary Plan 2021 (Federation, Länder, local authorities and social security funds) in accordance with EU Regulation No 473/2013. 2020. October. P. 6–12. URL: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Brochures/2020-10-21-german-draft-budgetary-plan-2021.pdf?__blob=publicationFile&v=6.

Таблиця 1.4

Динаміка показників боргу сектору ЗДУ, % ВВП

Країни	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Світ у цілому	81,7	83,0	98,7	99,8	100,3	100,5	100,4	100,1
Розвинуті країни	104,0	105,3	125,5	125,6	125,6	125,8	125,7	125,5
США	106,9	108,7	131,2	133,6	134,5	135,2	136,0	136,9
Єврозона	85,7	84,0	101,1	100,0	98,4	97,0	95,6	94,3
Франція	98,1	98,1	118,7	118,6	120,0	121,3	122,3	123,3
Німеччина	61,6	59,5	73,3	72,2	68,5	65,5	62,6	59,5
Італія	134,8	134,8	161,8	158,3	156,6	154,9	153,8	152,6
Іспанія	97,6	95,5	123,0	121,3	120,4	119,3	118,1	118,8
Японія	236,6	238,0	266,2	264,0	263,0	262,8	263,0	264,0
Великобританія	85,7	85,4	108,0	111,5	113,4	115,3	116,4	117,0
Країни з ринками, що формуються та середніми доходами	50,1	52,6	62,2	65,0	67,5	69,2	70,4	71,1

Складено за: Fiscal Monitor. Policies for the Recovery / IMF. 2020. October. P. 6. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

Посилювалося боргове навантаження і в Японії. Такі ж тенденції були характерними і для країн з ринками, що формуються, та середніми доходами.

У Німеччині для боротьби з кризою COVID-19 і подальшої підтримки відновлення федеральний уряд прийняв два додаткових бюджети – у 156 млрд євро (4,9 % ВВП) у березні та 130 млрд євро (4 % ВВП) у червні. Планувалося збільшення протягом 2020 р. державних запозичень на 218,5 млрд євро для фінансування таких пакетів. Видатки включали: витрати на медичне обладнання, підтримку лікарень і НДДКР (вакцини), спрощення доступу до короткострокової зайнятості, надання субсидій для збереження робочих місць і доходів робітників, збільшення допомоги з догляду за дітьми для малозабезпечених, підтримка базового доходу для самозайнятих, надання грантів у розмірі 50 млрд євро для власників малого бізнесу й самозайнятих осіб, які постраждали від спалаху COVID-19, венчурне фінансування для стартапів. Збільшувався термін страхування від безробіття і допомоги по догляду за дитиною. Пакет стимулів у червні охоплював тимчасове зниження ПДВ, підтримку доходів сімей, гранти для постраждалих МСП, фінансову підтримку місцевих органів влади, розширені кредитні гарантії для експортерів і банків, що фінансують експорт, субсидії в екологічно чисту енергетику і цифровізацію¹.

У Польщі бюджетні видатки на подолання наслідків пандемії досягнули 4,6 % ВВП. Надавалися кредитні гарантії і мікрокредити для підприємців (3,3 % ВВП).

¹ Policy Responses to COVID-19 / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

Польський фонд розвитку фінансував програму ліквідності для підприємств (4,5 % ВВП). Збільшувалися видатки на лікарняне обладнання й матеріали, субсидії для підприємств та самозайнятих, розширювалося надання гарантів центрального банку для підприємств, додаткових кредитів для мікрофірм, впроваджувалося відстрочення з виплат до фондів соціального страхування, збільшувалася допомога батькам з малолітніми дітьми, допомога особам, що втратили роботу, з безробіття, фінансова підтримка інвестиційної діяльності, надання субсидій за процентами за банківськими кредитами мікро-, малим, середнім та великим підприємствам, надавалися дозволи на залучення іноземних працівників¹.

У проведенні фіскальної політики уряди мають дотримуватися вимог, установлених фіскальними правилами. Останні використовуються для обмежень викривлень фіскальної політики та підтримки фіскальної дисципліни. Наразі фіскальні правила використовуються більше ніж у 90 країнах світу. До їхніх першочергових завдань належать: забезпечення стійкого стану державних фінансів, урахування впливів фінансових ринків у реалізації фіскальної політики, здійснення бюджетної підтримки економічного зростання та зайнятості, підвищення прозорості бюджетних операцій.

Науковці Європейської фіскальної ради (European Fiscal Board) зробили висновки щодо необхідності окреслення підходів до застосування фіскальних правил у період боротьби з пандемією. Зокрема, наголошувалося на необхідності надання можливостей урядам використовувати фіскальний потенціал, враховуючи чинні заходи його обмеження з метою дотримання вимог фіскальної стійкості. За їхнім визначенням, у ЄС уряди мусили вдаватися до застосування дискреційних заходів, обсяг яких досягнув 3,25 % ВВП. Водночас підкреслювалися значні відмінності економічної динаміки в різних країнах єврозони².

Застосування фіскальних правил перетворилося на один із найдієвіших механізмів внесення змін до системи управління державними фінансами, яка застосовується у практиці багатьох країн світу. Особливого значення воно набуло у ЄС. З метою імплементації ці правила інтегруються в процеси підготовки (складання) та виконання публічного бюджету. Тому ваги набувають питання прийняття та застосування процедурних фіскальних правил в управлінні бюджетними операціями. За визначенням науковців ЄС, процедурні правила спрямовують на підвищення фіскальної відповідальності уряду, удосконалення управління бюджетними операціями, а також покращання комунікацій із громадськістю (Kawarska, 2016).

Для застосування у практичній діяльності фіскальні правила повинні мати належне інституційне забезпечення, а також вмонтовуватися у механізми досягнення цілей фіскальної політики. Водночас вони не повинні бути надто складними (застосування фіскальних правил протягом останніх років, за визначенням науковців

¹ Policy Responses to COVID-19 / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19/>

² Assessment of the Fiscal Stance appropriate for the Euro area / European Commission. 2020. July. URL: https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-fiscalstance-appropriate-euro-area_en.

виявило, що вони стали надмірно жорсткими та важкими для використання) (De Rugy, & Salmon, 2019, с. 4), мають характеризуватися можливістю застосування у проведенні контролю за їх виконанням, а також націлювати уряди на підтримку антициклічної фінансової політики. Зокрема, орієнтувати органи державного управління на створення буферів у “добрі часи”, а також підтримку економіки в періоди подолання викликів, не передбачених бюджетними планами.

Розгортання пандемії COVID-19 та погіршення динаміки світової економіки актуалізували наукові дослідження щодо застосування чинних фінансових правил. Вони спрямовуються на проведення оцінки фінансових ризиків, що виявилися в період протидії епідемії, розроблення заходів із їх обмеження, прогнозування наслідків їхнього застосування, визначення допустимих параметрів основних фінансових агрегатів у період проведення активної антикоронавірусної політики, а також механізмів стабілізації фінансової сфери після подолання пандемії. Особлива увага звертається на питання дотримання вимог фінансових правил у ході застосування таких заходів.

За визначенням науковців з питань проведення фінансової політики, держави – члени ЄС не створили належних бюджетних буферів у періоди економічного зростання, які могли б допомогти подолати виклики, спричинені COVID-19. Пандемія виявила прогалини у фінансовій системі ЄС, зокрема недостатню спроможність центрального бюджету, відсутність належних стимулів до збільшення державних витрат, що підтримують економічне зростання, а також застосування досить складної системи фінансових правил і контрольних показників щодо їх дотримання (Thygesen et al., 2020).

Фінансові правила стали об’єктом критики, оскільки науковці довели, що вони є занадто жорсткими, і їх не можна вважати задовільним (Debrun et al., 2018). Водночас поправки, що були внесені до фінансових правил за кілька років перед пандемією, значно ускладнили фінансову систему ЄС. Особливо це стосувалося питань впливів циклічних факторів на бюджетну позицію шляхом використання показників структурного балансу. Окремі науковці дійшли висновку, що фінансові правила є недостатньо ефективними (Kamps, & Leiner-Killinger, 2019).

Ускладнює застосування фінансових правил в ЄС і існування наднаціональних та національних фінансових правил. Між ними нерідко виявляються розбіжності. Далеко не всі норми Пакту стабільності та зростання відображаються в національному законодавстві. Кількість правил та підзаконних положень зросла за рахунок поступових доповнень. Загострилися питання імплементації фінансових правил за умов значних змін умов проведення фінансової політики (Deroose et al., 2018).

Фінансові правила потребують модернізації з метою проведення більш реалістичної фінансової політики за зростання невизначеності, як у періоди рецесії, так і економічного зростання. Водночас не ставиться питання щодо їх повного чи часткового скасування. У періоди боротьби з економічною та фінансовою кризою 2008–2009 рр. науковці МВФ лише пропонували відстрочення щодо їх виконання (Cangiano, Curristine, & Lazare, 2013).

За визначенням фахівців ЄЦБ (Kamps, & Leiner-Killinger, 2019), фіскальна система справляє недостатній дисциплінуючий вплив у “добрі часи” (тому і не створено належних фінансових буферів для нейтралізації можливих економічних негараздів), особливо у державах з високим рівнем публічної заборгованості. За чинної системи застосування фіскальних правил тиск щодо дотримання фіскальної стабілізації продовжує передаватися на єдину грошово-кредитну систему Євросоюзу. Тому фіскальна сфера потребує подальшого реформування в напрямі підвищення її ефективності, забезпечення раціональніших державних фінансів та обмеження проциклічності.

Бюджетна підтримка заходів протидії викликам пандемії вимагає розгляду питань щодо дотримання вимог, установлених фіскальними правилами. Науковці МВФ В. Гбохуї і П. Медас розглядають питання стосовно прийняття поправок (доповнень), спрямованих на звільнення від зобов'язань щодо їх виконання або навіть призупинення застосування. Водночас звертається увага на те, що застосування таких змін має бути лише тимчасовим, до того ж їх слід упроваджувати прозоро. Відхилення від правил мають бути достатньо обґрунтованими, крім того, варто передбачити повернення до повного дотримання фіскальних правил. Що ж до їх повного призупинення, то такі підходи не пропонуються, оскільки застосування фіскальних правил виявило позитивні наслідки щодо обмеження проциклічної фіскальної політики, а також зміцнення бюджетної дисципліни (Gbohoui, & Medas, 2020, с. 1).

За оцінками фахівців МВФ, багато держав вдаються до застосування звільнень від зобов'язань, установлених фіскальними правилами (їх перегляду або навіть призупинення). Такі заходи розглядаються як використання гнучкіших підходів до використання фіскальних правил. Водночас звертається увага на те, що такі послаблення повинні мати тимчасовий характер та здійснюватися прозоро (за умов пояснень щодо параметрів відхилень), а також повернення до застосування установлених фіскальних правил (Medas, & Harris, 2020).

Певні винятки щодо застосування окремих положень фіскальних правил у ЄС використовувалися і раніше. Проте вони не передбачали вихід за межі прийнятих Єврокомісією індикаторів бюджетних агрегатів щодо публічного дефіциту та державної заборгованості. Зокрема, ще у 2005 р. було запроваджено положення, що процедура надмірного дефіциту до країн-порушниць може не застосовуватися, коли перевищення прийнятого індикатора є незначним (близьким до граничного рівня), а також має лише тимчасовий характер. Для країн, що вже були віднесені до такої процедури, допускалося продовження терміну її проведення у випадках настання несприятливих економічних умов (Cangiano, Curristine, & Lazare, 2013).

Доповнення до застосування фіскальних правил (у рамках Пакту стабільності та зростання) було впроваджено у 2015 р. Вони регламентували проведення фіскального коригування в межах превентивного правила на наступний рік (застосовувалася матриця щорічних вимог до фіскального коригування). Визначалися допустимі його обсяги з урахуванням впливів економічного циклу, розриву вироб-

ництва (різниці між реальним та потенційним ВВП), а також динаміки показників державної заборгованості. Проте виклики, пов'язані з поширенням COVID-19, змусили переглянути ці доповнення та запровадити положення про можливість ухилення від їх застосування. Це дало змогу протидіяти за допомогою фіскальної та грошово-кредитної політики економічним наслідкам пандемії. Водночас після відновлення економічної динаміки така підтримка має бути скасована, а державний борг потребує зменшення (Hauptmeier, & Leiner-Killinger, 2020).

У більшості розвинутих країн та держав з ринками, що формуються, запровадження протиепідемічних заходів не супроводжувалося скасуванням фіскальних правил. Як правило, вводилися особливі режими їх застосування. У ЄС прийнято додатки (клаузули) щодо допущення недотримання (призупинення) фіскальних правил протягом установленого періоду. Таку можливість передбачено змінами до наднаціональних правил, що діють у ЄС, а також законодавств держав-членів. Водночас в окремих країнах запроваджено додаткові обмеження, нерідко жорсткіші, ніж у рамках союзу в цілому. За рішенням Єврокомісії зміни порядку дотримання фіскальних правил було запроваджено більше ніж у половині держав – членів ЄС (Португалії, Франції, Італії та ін.). Зокрема, витрати з фінансування заходів, спрямованих на лікування, підтримку ліквідності фірм та секторів економіки, а також зайнятості, компенсація доходів постраждалим, не враховуються при визначенні дотримання індикаторів фіскальних правил в Євросоюзі. Прийняття клаузули допускається на рівні як федерального уряду, так і земель. У Німеччині було призупинено застосування правила “боргового гальма” (Eisl, 2020).

За визначенням науковців МВФ, протягом останніх років структура фіскальних правил зазнала істотних змін. Реформи “другого покоління” розширили положення про гнучкість (через використання клаузул) та вдосконалили правозастосування (шляхом запровадження незалежних фіскальних рад, більш широких санкцій та виправних механізмів). Однак ці нововведення, а також додатковий характер реформ ускладнили дію правил, тоді як їх дотримання не покращилось (Kamps, & Leiner-Killinger, 2019).

Імплементация фіскальних правил ускладнюється і зростанням проблем з розрахунками показників, які підлягають дотриманню. Зокрема, перехід до застосування індикаторів на основі структурного балансу публічного бюджету передбачає проведення доволі складних розрахунків, до того ж не на основі фактичних даних, а з використанням прогнозних оцінок. Як наслідок, виникають помилки в розробленні бюджетних планів.

Правила, побудовані на основі різних показників бюджетного балансу, по-різному впливають на проведення фіскальної політики. Зокрема, правила балансування, розроблені з використанням показників загального бюджету, не допускають урахування впливу циклічних факторів на проведення фіскальної політики. Що ж до правил на базі структурного (циклічно скоригованого) балансу, то вони враховують впливи автоматичних стабілізаторів, проте не передбачають взяття до уваги проведення дискреційного фіскального стимулювання (Cottarelli, 2009).

Проте ускладнення фіскальної структури – це лише похідна проблема з питань проведення фіскальної політики. Важливішим є те, які зміни, фіскальних правил допустимі у періоди подолання надзвичайних ситуацій, які заходи (у проведенні фіскальної політики) є найдоцільнішими, як не допустити надмірних витрат у періоди вжиття таких заходів для громадян, бізнесу, грошово-кредитної сфери. Ще одна проблема – повернення до відновлення дії фіскальних правил після подолання впливів пандемії.

Фіскальні правила, базовані на показниках загального балансу, не дають можливостей для виокремлення тієї частини бюджетних операцій, що викликана змінами економічного циклу (зменшення надходжень та збільшення видатків у періоди рецесії, збільшення доходів за умов економічного зростання, а також зменшення видатків, пов'язаних з циклічними змінами). Але без урахування такої частини фіскальні правила перестають виконувати свої функції. Установлення граничних рівнів дефіциту загального бюджету (3 % ВВП) і боргу (60 % ВВП) є фактором обмеження експансивної бюджетної політики в періоди економічного зростання. Проте за умов рецесії такі правила звужують можливості забезпечення фінансової стабільності та підтримки сукупного попиту (що спонукає уряди до перевищення обмежувальних індикаторів). За визначенням фахівців ЄЦБ, у періоди рецесії фіскальні правила можуть обмежувати фінансові можливості для маневрів, спрямованих на стабілізацію економіки (Leiner-Killinger, & Nerlich, 2019).

Таким чином, боротьба з викликами, спричиненими пандемією, різко загострила фіскальні ризики та зумовила необхідність вирішення низки проблем застосування фіскальних правил. Постали завдання щодо продовження їх використання в умовах зростання невизначеності й потреби в збільшенні бюджетних витрат на підтримку додаткових заходів не лише з подолання епідемії, а й підтримки економічного зростання, підприємницької діяльності, домогосподарств і водночас подальшого забезпечення фінансової стабільності. Органи державного управління вимушені були набагато перевищити межі, установлені фіскальними правилами. В управлінні бюджетним дефіцитом прогнозувалися: стрімке зростання його показників (2020 р.); утримання рівня, що значно перевищує рекомендовані індикатори (2021–2022 рр.); зменшення бюджетного дефіциту з метою наближення до вимог, що висуваються фіскальними правилами (з 2023 р.). Передбачалося збільшення показників державної заборгованості.

Проте нормативними документами ці зміни не регламентовано. За таких умов необхідним став перегляд застосування фіскальних правил. Фіскальні правила визнаються надто жорсткими, а їхня структура складною. Загострилися проблеми інституційного забезпечення, застосування з урахуванням циклічних впливів та надзвичайних ситуацій, внесення змін до допустимих параметрів основних фіскальних агрегатів. Науковці зробили висновки, що фіскальні правила потребують суттєвої модернізації. Проте не ставилися питання щодо їх повного або часткового скасування, а пропонувалося використати досвід коригування, що був напрацьований ще до пандемії та зводився до впровадження фіскальних правил

“нового покоління”. Водночас доцільним вважалося внесення радикальніших правок, спрямованих на тимчасове звільнення від зобов’язань щодо їх виконання, підвищення гнучкості, але за умов повернення до повного дотримання фіскальних правил після подолання наслідків пандемії. Особлива увага приділялася застосуванню індикаторів фіскальних правил, визначених на основі проведення розрахунків різних показників публічного бюджету.

1.1.3. Зарубіжний досвід організації протидії чинникам фіскальної небезпеки у просторі ділової активності: уроки для України

Сценарії розгортання подій, пов’язаних із поширенням COVID-19, мають багато спільного у багатьох країнах світу, але в кожній із них протягом 2020 р. спостігалися певні особливості залежно від рівня розвитку, галузі виробництва товарів або надання послуг, ступеня територіального поширення багатонаціональних глобальних ланцюгів створення доданої вартості. Про надзвичайну актуальність, а також ключову роль як теоретичного, так і прикладного наукового супроводу зусиль світового співтовариства з питань управління, організації та підприємництва щодо протидії загрозам фіскальній і монетарній безпеці у період посилення стійкості й відновлення світового господарства після кризи COVID-19 точаться плідні дискусії в пресі, у віртуальному просторі. Загальносвітові тенденції економіки сектору послуг демонструють широке використання мобільних та інших цифрових технологій (Block, Fisch, & Hirschmann, 2020), постіндустріальні уклади інформаційної економіки містять абсолютно нові явища так званої уберизації праці, котра супроводжується мінімізацією ролі посередників у відносинах між замовниками, постачальниками і споживачами послуг (Abílio, 2017). У такому контексті великого значення набувають чинники соціальної взаємодії різних верств населення (Acker, 2006; Ahl, 2006).

Слідом за так званими фордизмом і тойотизмом пандемія сприяла зміцненню дисципліни в управлінні, спрямованої на досягнення поточної продуктивності оновлених способів виробництва, становленню так званого зоомізму. Дослідники припускали, що, на відміну від експлуататорських способів управління трудовозайнятими особами, глобальний середній клас є здатним генерувати засади мікроекономіки самозакриття, з одного боку контролюючи загальну мобільність, з другого – зберігаючи раціональні моделі економічного виробництва та споживання (Estévez, 2020). Перспективи сенсорного майбутнього також відображено у концепції “Забезпечення Нового курсу” (Screen New Deal) (Klein, 2020). Дослідники аналізували діяльність технічних гігантів Силіконової долини та фондів, які вони фінансували, в умовах капіталістичних відносин катастроф, зокрема в їхніх типових проявах, властивих карантинним умовам COVID-19. Ідеться про прискорення впровадження та зростання прибутковості від унормування та розширення способів активності, зосереджених на доставці додому, потокових технологіях та здобутті знань.

Фактично у світі досвід людського біологічного розвитку не можна розглядати окремо від середовища соціально-економічних відносин. Як відомо, міцний потенціал цього фундаментального принципу формує біопсихосоціальний підхід до

здоров'я (Clark, 1990; Epstein, Borrell-Carrio, & Suchman, 2000), а також до вивчення галузі епідеміології, яка досліджує вплив факторів навколишнього середовища на здоров'я та самопочуття. З огляду на викладене не менш важливо також підкреслити, що підприємницька поведінка та стратегія зазнають потужного впливу мереж віртуального спілкування (Block et al., 2015; Seghers, Vanacker, & Manigar, 2012).

Наприклад, у Німеччині перші випадки захворювання людей на COVID-19 було зареєстровано в південних регіонах наприкінці січня – після тренінгів з китайськими колегами (Block, & Fisch, 2020). На початок II кв. 2020 р. ця країна вважалась однією з тих, які найбільше постраждали від пандемії COVID-19 (Bennhold, 2020; Kiel, 2020). У подальшому як на федеральному, так і на регіональному рівні було реалізовано активні плани щодо боротьби з нею. У рамках відповідних заходів періодично оголошувались локдауни, режими комендантської години, обмежувалась робота шкіл, дитячих закладів, структур громадського харчування тощо. Вже наприкінці квітня було зареєстровано понад 300 тис. безробітних, багатьох трудовозайнятих працівників перевели на скорочений робочий день.

Серед заходів економічної допомоги було затверджено відповідні пакети допомоги загальним обсягом близько 750 млрд євро для пом'якшення наслідків кризи для національної економіки. Особлива увага приділялася програмам фінансової підтримки малого бізнесу (Nienaber, 2020). Було ухвалено законодавство стосовно тимчасового вдосконалення норм щодо компенсації за скорочені часи роботи (Taylor, & Schwartz, 2020; Rauwald, 2020). Аналогічні проблеми стали характерними практично для всіх країн світу. Так, у США у I кв. 2020 р. було також втрачено значну частину робочих місць (Cahn, 2020), зокрема серед трудовозайнятих жінок цей показник досяг рівня 60 %.

За статистичними даними, в окремі періоди 2020 р. в Сполучених Штатах та Великобританії відзначалися кількісні піки смертей від COVID-19 порівняно з іншими країнами¹. Зокрема, до постраждалих груп з найбільш негативними наслідками було віднесено людей з різним кольором шкіри, а також структуровані за ступенем нерівності групи населення, наприклад, ЧАМЕ². Дослідники підкреслювали, що серед британських ЧАМЕ показник смертності був більше ніж удвічі вищим (Siddique, 2020), а смертність афроамериканців була майже втричі вищою, ніж серед "білих" (Pilkington, 2020). Расові наслідки захворювання стали предметом значних дискусій. Взагалі фахівці акцентували увагу на розбіжностях щодо впливу причинно-наслідкових механізмів генетичної схильності або соціогенетичних чинників на рівень смертності, спричиненої пандемією (Cockburn, 2020; Devlin, 2020; Valdes, 2020; Alfrey, & Twine, 2020).

¹ Coronavirus tracked: The latest figures as countries fight to contain the pandemic. *Financial Times*. 2020. 12 June. URL: <https://www.ft.com/content/a26bf7e-48f8-11ea-aeb3-955839e06441> (accessed 12 June 2020).

² У Сполученому Королівстві використовується загальний термін, що об'єднує темношкірих (Black), а також представників населення азійського (Asian) походження та етнічних меншин – umbrella term of Black, Asian and Minority Ethnic (BAME), або ЧАМЕ.

Крім допомоги держави, створювалися умови, щоб підприємства самостійно вживали заходи для відновлення власної ліквідності (Winborg, & Landström, 2020; Harrison, Mason, & Girling, 2004; Ebben, & Johnson, 2006; Kim, Aldrich, & Keister, 2006). Аналітики наголошували на необхідності певного ступеня комплементарності стосовно доповнення, а не заміни різних форм державної підтримки так званим бутстрепінгом, що має наслідки для політики. Йдеться про підприємницьку мотивацію щодо відтворення бізнесу в умовах кризи, а також перспективи довгострокових результатів діяльності та виживання суб'єктів господарювання (Miao, Rutherford, & Pollack, 2017; Vanacker et al., 2017). Навіть якщо банківський сектор добре підготовлений до поточної економічної кризи, ризики погіршення кредитного портфеля внаслідок потенційного обмеження економічної активності завжди залишаються доволі значними¹.

Багато дослідників, аналізуючи споживання на одну особу як міру багатства, вважають, що в малому бізнесі існують суттєві розбіжності в доходах (Tamvada, 2010; Sorgner, Fritsch, & Kritikos, 2017; De Vries, Liebrechts, Van Stel, 2019), зумовлені рівнями його продуктивності. Оскільки бізнес, ресурсозабезпечення та приватне життя взаємопов'язані, стратифіковані групи підприємців відрізняються між собою фінансовою поведінкою. Варто підкреслити наявність взаємодії певної сфери інтересів, коли в бізнес-процесах беруть участь інструменти зовнішнього фінансування, зокрема венчурне інвестування, банківські позики тощо. За даними Британського ділового банку (БДБ) принаймні достатньо рентабельні види діяльності різних підприємців, а також процеси створення нових видів продукції та послуг завжди мали кредитну підтримку залучення зовнішніх інвестицій, хоч і з відносно невеликими обсягами позичання². Більше того, інноваційна бізнес-діяльність з вищою вартістю у сферах цифрового стартапу та технологій також традиційно була предметом уваги проектів венчурного фінансування³.

Поширення COVID-19 спричинило істотні соціально-економічні проблеми у всьому світі, особливо негативно вплинувши на найуразливіших членів суспільства. При вивченні пандемічних змін у працях наукової спільноти Великобританії наголошується, що саме фактори соціального характеру набувають для бізнесу великого значення (Martinez, 2020). Не викликає сумніву, що різні наслідки для здоров'я від COVID-19 не є суто біологічними; найімовірніше, вони також становлять результат нерівності в житті населення. Йдеться про те, що в міжсекторальному

¹ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Жовтень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/9>.

² British Business Bank start up loans programme lends £500M to UK small businesses / British Business Bank (BBB). 2019. June 20 URL: <https://www.british-business-bank.co.uk/british-business-bank-start-up-loans-programme-lends-500m-to-uk-small-businesses> (accessed 28 May 2020).

³ UK VC and female founders / British Business Bank (BBB). 2019. URL: <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2019/02/British-Business-Bank-UK-Venture-Capital-and-Female-Founders-Report.pdf> (accessed 22 May 2020); The Future Fund is not for diverse founders – But here's how to change that. Medium / YSYS. 2020. 22 April. URL: <https://medium.com/ysys/the-future-fund-is-not-for-diverse-founders-but-heres-how-to-change-that-282ba3be7ec0>.

розрізі національного господарства прояви наслідків пандемії та її викликів відрізняються не стільки економічними, скільки гендерними, расовими та класовими ознаками. Дослідники звертають увагу на особливості певних структурованих у зв'язку з нерівністю верств населення (Abílio, 2017; Acker, 2006; Healy, Bradley, & Forson, 2011). Наприклад, багато представників ЧАМЕ та робітничого класу, котрі, за оцінками вчених, надмірно представлені серед службовців у найнижчих зарплатних класах, належать до категорії тих, хто, на жаль, найбільшою мірою втратив робочі місця (Ewing-Nelson, 2020; Tinson, 2020). Застосовуючи подібну логіку до стратифікації економічної участі у підприємницькій діяльності (Martinez, 2020), завжди необхідно звертати увагу на адекватність протидії фіскальній небезпеці, зокрема, через проведення оцінки ступеня стійкості бізнесу в невизначених обставинах, викликаних пандемією. Таким чином, як стан здоров'я, так і досвід роботи й підприємництва не можна розглядати в нейтральній площині поза залежністю від соціальних відносин (Martinez, 2020; Berry, & Bell, 2012; Villares-Varela, 2017).

Особливості економічної кризи, пов'язаної з пандемією і подальшими локдаунами, характеризувалися певними ознаками конвергентності її процесів. За загальних тенденцій рецесії 2020 р. держави Центрально- та Східноєвропейського регіону (ЦСЕР) постраждали від пандемії набагато менше країн Західної Європи. Дослідники навіть зауважують, що багато урядів ЦСЕР забезпечували показники зростання національних обсягів ВВП як у позитивному (Болгарія, Румунія, Угорщина, Польща, Боснія і Герцеговина, Білорусь), так і в негативному трендах (Україна, Чехія, Словенія, Австрія, Словаччина)¹. Великі масштаби економічного спаду, прояви депресії в процесах ділової активності були особливо характерними у сферах промислового виробництва, торгівлі та послуг. Внаслідок режимів локдаунів посилювалося скорочення вантажообігу.

Наприклад, у структурі ВВП України галузь будівництва у цілому мала вкрай негативну динаміку. Водночас різке скорочення житлового будівництва порівняно з нежитловим пов'язане з проведенням реформ у сфері стандартів, що характеризують відповідність введення в експлуатацію об'єктів до затвердженої згідно з чинним законодавством проектно-технологічної документації². Водночас у галузях інформації та телекомунікацій, роздрібних продажів, операцій з нерухомістю спостерігалися стабільніші тенденції. Як результат, уперше з 2015 р. в цілому в народному господарстві України різко скоротилися запаси та валове нагромадження капіталу³. Число зареєстрованих у центрах зайнятості збільшилось майже до 500 тис. осіб, що було пов'язано зі зростанням звернень за допомогою з безробіття в період карантину, доступ до якої було істотно полегшено і розширено для індивідуальних підприємців⁴.

¹ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Травень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/3>.

² Там само.

³ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Липень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/6>.

⁴ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Травень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/3>.

Погіршення показників економічного розвитку відбулося також під впливом тривалості карантинних заходів. Наприклад, в економіці Болгарії підприємства туристичної діяльності було кваліфіковано як найбільш постраждалу через закриття кордонів сферу. Міжнародні експерти цілком слушно спрогнозували максимально суворі негативні наслідки пандемії та національних локдаунів у разі настання наступних хвиль заражень¹.

Отже, при розробленні тих чи інших рівнів міцності та ступеня адаптивності карантинних обмежень в Україні необхідно орієнтуватися на найкращий світовий досвід. Потрібно розрізняти особливості реалізації певних етапів входу та виходу з карантину від динаміки поширення захворюваності. Її кількісний вимір, як свідчить міжнародна практика, спирається на низку критеріїв: інцидентність (середня кількість заражень, осіб на 100 тис. населення на тиждень); завантаженість (рівень госпіталізації в установи охорони здоров'я не більше 50 % виділених місць); охоплення тестуванням (частота проведених тестувань методами ПЛР і ІФА на 100 тис. населення на тиждень). Разом із тим слід мати на увазі, що у випадку погіршення встановлених індикаторів карантинні заходи передбачають повернення обмежень ділової активності².

Передова світова практика підтвердила, що механізми підтримки протидії COVID-19 мають бути орієнтованими на запуск технологій, Доступ до Фондів майбутнього слід забезпечувати інноваторам, проектам на умовах публічно-приватного партнерства (Warner, 2020a; Warner, 2020b)³.

2020 р. виявився настільки непередбачуваним, що міжнародні аналітики були змушені коригувати свої припущення. Істотно відрізнялися прогнози таких провідних світових фінансових інститутів, як Світовий банк та МВФ. У кварталному розрізі динаміка реального ВВП зазнала стрімкого падіння в другому кварталі з очікуваним її поступовим відновленням у 2021 р. Розбіжності в наведених прогнозах були пов'язані з браком практики обліку впливу глобальної пандемії і національних локдаунів на динаміку макроекономічних показників. Це ускладнювалося відсутністю стабільної позитивної динаміки зменшення нових заражень і активно хворих COVID-19, що ставило під певний сумнів повне скасування карантину і, відповідно, швидке відновлення ділової активності⁴.

У червні 2020 р. Рада директорів МВФ прийняла рішення про ухвалення для України нової програми Stand-By (SBA) на 18 місяців з терміном кредитування 5 років. Передбачалися подальша підтримка функціонування незалежного НБУ, продовження заходів таргетування інфляції. У разі коливань поза цільовим коридором

¹ Там само.

² Там само.

³ The Future Fund is not for diverse founders – But here's how to change that. Medium / YSYS. 2020. April 22. URL: <https://medium.com/ysys/the-future-fund-is-notfor-diverse-founders-but-heres-how-to-change-that-282ba3be7ec0>

⁴ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен банк Аваль. 2020. Травень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/3>.

5 % +/-1 в. п.¹ мало розглядатися питання коригування облікової ставки. Того року НБУ вдруге поспіль залишив незмінною ключову ставку на рівні 6 %. Основними аргументами на користь прийняття такого рішення стали очікування прискорення інфляції до кінця року й невизначеність відновлення ділової активності в умовах збільшення кількості заражених. Прогнозувалося, що в першому півріччі 2021 р. можливе її підвищення до 7 %².

Надання Україні чергового кредиту МВФ пов'язувалося з ліквідацією наслідків COVID-19 і підтриманням стабільності. Стандартними умовами отримання наступних траншів постають виконання певних структурних критеріїв (маяків) та їхній щоквартальний моніторинг. Угода з МВФ відкривала доступ до інших джерел довгострокового дешевого фінансування з боку Єврокомісії, Світового банку для подолання фіскальних та монетарних викликів і загроз фінансовій безпеці держави. Як результат, очікувалися підтримка платіжного балансу і своєчасне фінансування запланованих бюджетних програм, що підвищувало інвестиційну привабливість України умовах глобальної рецесії і невизначеності у світі³. Підписання угоди з МВФ відбувалося паралельно з підвищенням міжнародним рейтинговим агентством Moody's рейтингу довгострокового емітента та пріоритетних незабезпечених зобов'язань Уряду України до рівня "В3". Таке рішення було прийнято через послаблення ризиків короткострокового фінансування України й отримання гарантій резиліентності щодо зовнішньої вразливості в результаті співпраці з МВФ. Тому міжнародні агентства Fitch Ratings та Standard&Poor's підтвердили довгостроковий рейтинг України в іноземній валюті на рівні "В" зі стабільним прогнозом⁴. Очікувалося, що прогрес реформ в управлінні змінами буде закріплено. З точки зору необхідності чіткої координації фіскальної та монетарної безпеки увагу привертав стан ліквідності банківської системи у зв'язку з інтенсифікацією грошових потоків від банків до Державного бюджету України⁵, що призвело до відпливу ліквідності. Значний негативний вплив на стан ліквідності банків і далі справляли операції банків з НБУ з поповнення готівкою кас, відплив безготівкової гривні з коррахунків у НБУ. Водночас на гривневу ліквідність позитивно впливали інтервенції НБУ на валютному ринку⁶.

Подальша співпраця з МВФ обумовлювалася вирішенням проблемних питань, пов'язаних із незалежністю НБУ, станом справ у антикорупційній сфері, параме-

¹ Там само.

² Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Серпень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/7>.

³ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Травень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/3>.

⁴ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Серпень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/7>.

⁵ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Червень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/4>.

⁶ Там само.

трами бюджету-2021. З урахуванням імовірних негативних ризиків голосування у Верховній Раді України експерти мали песимістичні очікування стосовно отримання другого траншу до кінця року¹. Тому продовження співпраці з МВФ варто було розглядати як важіль фінансової стійкості держави, адже поточні проблеми могли негативно вплинути на обслуговування державного боргу у 2021 р. Крім того, високий рівень планового бюджетного дефіциту суттєво ускладнював надання підтримки вітчизняним суб'єктам підприємництва через фонд COVID-19, а також шляхом постійного і додаткового руху трансфертів, спрямованих на належне ресурсне забезпечення цільових фондів соціального страхування².

1.2. Концептуальні аспекти застосування фінансових правил в умовах загострення макроекономічних ризиків під час пандемії COVID-19

Сучасний кризовий стан державних фінансів у багатьох країнах, як розвинутих, так і з ринками, що формуються, характеризується фінансовими дисбалансами, дефіцитами національних бюджетів, значними обсягами державних боргів. Світова фінансова криза 2008–2009 рр., подальша рецесія і глобальна пандемія COVID-19 посилили фінансові та боргові ризики, зумовивши необхідність розроблення й реалізації масштабних програм фінансового стимулювання, реформування механізмів координації фінансової політики в ЄС у рамках щорічного Європейського семестру.

Проблеми трансформації фінансової політики, забезпечення фінансового реагування в умовах поширення пандемії COVID-19 набули нового теоретичного і практичного значення з огляду на довгострокові тенденції старіння населення, ускладнення умов пенсійного забезпечення та медичного страхування, впровадження гнучких систем досягнення середньострокових бюджетних цілей і фінансового коригування. Економіка й бюджетно-податкова система України не залишились осторонь глобальних фінансових потрясінь, до яких додалися внутрішні економіко-політичні коливання, стрімке нарощування державного боргу, зовнішня агресія. Відновлення економіки та подальше підтримання бюджетної стійкості є одним із ключових напрямів фінансової політики під час пандемії COVID-19.

У переліку видань МВФ, Світового банку, ОЕСР, Європейської комісії з'явилися спеціальні дослідження й окремі розділи фахових публікацій, присвячені висвітленню впливу коронакризи на стан економіки і фінансів країн світу, фінансовому стимулюванню соціально-економічного розвитку в період пандемії COVID-19, можливих варіантів і етапів подолання наслідків коронакризи. Зарубіжні та вітчизняні науковці аналізували важелі й масштаби фінансового стимулювання під час пандемії COVID-19, особливості макроекономічного моделювання в умовах глобальної пандемії коронавірусної хвороби. З'явилися спеціальні наукові публікації,

¹ Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Жовтень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/9>.

² Аналітичний огляд "Focus Ukraine" / Райффайзен Банк Аваль. 2020. Липень. URL: <https://www.aval.ua/ua/about/analytics/6>.

присвячені аналізу економічних, соціальних і фінансових аспектів поширення пандемії та ліквідації її наслідків.

З початку 2020 р. економіка України стикнулася з впливом ефекту від поширення гострої респіраторної хвороби COVID-19, який став глобальним викликом для більшості країн світу. Введення карантину в умовах пандемії COVID-19 та безпрецедентних заходів фінансової безпеки вкрай негативно вплинуло на економічний стан країни та, відповідно, на виконання показників державного бюджету.

Ф. Пфаффер, В. Роєгер та Ян Вільд застосували макроекономічну модель для аналізу передачі пандемії COVID-19 в економіці, пов'язаної з нею суворою ізоляцією та кількісного визначення стабілізуючих ефектів заходів економічної політики. Аналіз проводився на основі дворегіональної кейнсіанської моделі, що складається з ЄС-27 та решти країн світу. Засади моделі базувалися на наборі моделей QUEST III Європейської комісії. Моделювання визначило проблеми з ліквідністю суб'єктів господарської діяльності як вирішальні для поширення та посилення шоків. Науковці кількісно оцінили ефективність короткострокових надбавок за роботу та гарантій ліквідності – центральних стратегічних заходів політики в Європейському Союзі. Вказані заходи зменшували втрати ВВП від COVID-19 та пов'язаного з пандемією блокування економічної активності приблизно на одну чверть. Однак вони не могли запобігти різкому, хоч і тимчасовому спаду виробництва (Pfeiffer, Roeger, & Veld, 2020).

Дослідження фінансових стимулів у аспекті впливу соціальних трансфертів на пом'якшення наслідків пандемії COVID-19 встановило, що ефект залежить від їхнього виду. Умовні трансферти пом'якшують ризик отримання доходу та негативний вплив блокування (lockdown). Безумовні трансферти, навпаки, стабілізують дохід із певним часовим лагом. У короткостроковій перспективі виявлено великі відмінності в коефіцієнті мультиплікації: він становить 0,25 для безумовних трансфертів і 1,5 для умовних трансфертів. Загалом трансферти зменшують втрати виробництва через пандемію до 5 в. п. (Bayer et al., 2020).

М. Фаріак-е-Кастро на основі застосування стохастичної моделі загальної рівноваги проаналізував наслідки пандемії коронавірусу протягом 2019–2020 рр. у США. Пандемія моделювалася автором як великий негативний шок для споживання контактної-інтенсивних послуг. Сили загальної рівноваги поширюють цей негативний шок на виробничий та фінансовий сектори, запускаючи глибоку рецесію. Вивчено вплив різних видів фінансової політики: (i) державні закупівлі, (ii) зниження податку на доходи фізичних осіб, (iii) виплати зі страхування на випадок безробіття, (iv) безумовні трансферти та (v) допомога ліквідності фірмам, що надають послуги. Переваги від застосування страхування на випадок безробіття є найефективнішим інструментом для стабілізації доходу позичальників, котрі зазнають найбільших втрат, тоді як заощаджувачі віддають перевагу безумовним трансфертам. Програми сприяння ліквідності є ефективними, якщо метою такої фінансової політики є стабілізація зайнятості у постраждалому секторі (Faria-e-Castro, 2020).

С. Арсланалп та Я. Ліао розглядають взаємозв'язок між зобов'язаннями уряду та кількісними параметрами кредитно-дефолтних свопів (CDS) у 32 країнах протягом 2006–2013 рр. За результатами аналізу виявлено, що збільшення індексу умовних зобов'язань на 1 % збільшує спреди CDS на 24 б. п. у країнах з розвинутою економікою та на 75 б. п. у країнах з ринками, що формуються (Arslanalp, & Liao, 2020). Зосереджуючись на доступності та прозорості фінансової інформації у вибірці із 45 країн за період 2004–2010 рр., М. Піт, Д. Свек і Я. Ванг з'ясували, що кредитні спреди, як правило, нижчі у країнах з більшою підзвітністю та прозорістю уряду (Peat, Svec, & Wang, 2015).

Науковці з Німеччини і Швейцарії підкреслюють, що принцип трьох 't' (timely, targeted and temporary – своєчасний, цільовий та тимчасовий) повинен застосовуватися до всіх заходів фінансової політики. Криза COVID-19 сама по собі не є причиною для перманентного зниження податків або постійного збільшення державних витрат. Особливі умови функціонування економіки під час коронакризи та встановлені вимоги щодо дотримання боргового гальма (debt brake) не обмежують можливості для дій. Боргове гальмо містить ретельно опрацьований виняток для кризових ситуацій (стихійні лиха, надзвичайні події, що не залежать від держави) у ст. 115 Конституції ФРН. Європейський Пакт стабільності та зростання також передбачає тимчасове недотримання його вимог у кризових ситуаціях, тобто надзвичайних подіях, що не залежать від держав – членів ЄС. Зниження ставок ПДВ, здається, не має великого сенсу в короткостроковій перспективі. Цей захід не надто чітко націлений, оскільки він також принесе користь секторам, що постраждали від кризи лише частково, таких як будівництво чи виробництво товарів споживання. Це також сприяло би соціальному споживанню, яке не є бажаним в короткостроковій перспективі (Bofinger et al, 2020).

Світовий досвід використання фінансових правил продемонстрував їхню ефективність як важливого інструменту управління державними фінансами. Практикою 140 країн підтверджено, що застосування фінансових правил корелює з кращим станом державних фінансів (Debrun et al., 2018). Належним чином обґрунтовані правила мають широке інституційне покриття, тісно пов'язані з цілями фінансової стійкості, їх легко контролювати, а також підтримувати антициклічну фінансову політику.

За визначенням фахівців МВФ, подальші реформи фінансових правил мають базуватися на реорганізації фінансових рамок, які повинні включати фінансовий якір, зазвичай правило боргу та дуже малу кількість операційних правил. Реформи повинні забезпечувати внутрішню послідовність серед невеликої кількості правил з чіткою ієрархією між ними. При підвищенні гнучкості системи фінансових правил варто враховувати потенційні ризики від її впровадження. Існує можливість раціоналізувати дизайн функцій, що робить правило гнучким. Це передбачає більшу залежність від стель бюджетних витрат та чітко встановлених норм щодо гнучкості. Зазначені реформи мають супроводжуватись посиленням фінансової прозорості й незалежного моніторингу виконання фінансових правил (Debrun et al., 2018).

У Європейському Союзі фінансові правила спрямовані на забезпечення стійкості державних фінансів. У спеціалізованому виданні Європейської комісії зазначається: “Основною метою фінансових правил ЄС є забезпечення стійких державних фінансів, а саме уникнення надмірного державного дефіциту і боргу”¹. До основних завдань використання фінансових правил належать відновлення стійкості державних фінансів, недопущення надмірних показників бюджетного дефіциту і боргу сектору ЗДУ, підтримка економічного зростання й забезпечення фінансової стабільності (Єфименко (ред.), 2018, с. 72–93).

Починаючи з 2010 р., в ЄС проведено комплекс фінансових реформ. Основними їхніми складовими є: впровадження нового інструменту координації економічної і фінансової політики держав-членів – Європейський семестр; імплементація норм Договору про стабільність, координацію і управління Економічним і монетарним союзом; впровадження середньострокових бюджетних рамок; обов’язкове застосування фінансових правил і забезпечення їх дотримання; створення засад для функціонування незалежних фінансових інституцій.

Європейський семестр охоплює три блоки економічної політики: структурні реформи, із зосередженням уваги на стимулюванні зростання та зайнятості відповідно до стратегії “Європа-2020”²; фінансова політика, спрямована на забезпечення стійкості державних фінансів відповідно до Пакту стабільності та зростання; запобігання надмірним макроекономічним дисбалансам. Пакт стабільності та зростання встановив ключові правила для координації національних фінансових політик держав – членів ЄС. Превентивна складова Пакту спрямована на забезпечення сталої фінансової політики протягом економічного циклу шляхом досягнення середньострокової бюджетної мети, яка є індивідуальною для кожної держави-члена. Коригувальна складова спрямована на вжиття заходів щодо виправлення становища, якщо бюджетний дефіцит або державний борг перевищує встановлені порогові значення.

Середньострокова бюджетна мета (the medium-term budgetary objective, МТО) є наріжним каменем превентивної складової Пакту стабільності та зростання. Досягнення цієї мети або визначення шляху її реалізації – частина оцінки в рамках Європейського семестру. МТО належить до структурного бюджетного балансу (між державними доходами та державними витратами), яка убезпечує країну від ризику порушення порогового значення дефіциту в розмірі 3 % ВВП протягом економічного циклу і забезпечує довгострокову стійкість державних фінансів. Прогрес, який країни повинні забезпечувати щороку, називається шляхом коригування руху до мети (the adjustment path towards the МТО), котрий є специфічним для кожної країни. Оцінка прогресу доповнюється аналізом, чи збільшення витрат повністю

¹ European Commission. Report on Public Finances in EMU. 2019. January. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip095_en.pdf.

² Europe 2020: A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth / European Commission. 2010. URL: <https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf>.

фінансується за рахунок заходів щодо збільшення доходів (бенчмарк витрат). Програми стабільності або конвергенції, що подаються країнами в рамках Семестру, показують, як саме кожна з них просувається по шляху для досягнення мети.

Європейська комісія 20 березня 2020 р. дійшла висновку, що в умовах економічного спаду, зумовленого пандемією COVID-19, країни ЄС можуть тимчасово не дотримуватись вимог фіскальних правил щодо цільового значення структурного дефіциту (escape clause)¹. Буквально за три дні висновок Комісії було схвалено Радою ЄС².

У більшості країн ЄС режим недотримання фіскальних правил було застосовано лише на 2020 фінансовий рік. Однак окремі держави-члени призупинили дію своїх фіскальних норм більше ніж на один рік. Наприклад, Чеська Республіка збільшила межі структурного дефіциту з 1 до 4 % на 2021 р., з подальшим щорічним зменшенням на 0,5 % до 2027 р. Це рішення обговорювалося майже місяць і зазнало великої критики, у т. ч. з боку Чеської фіскальної ради. Італія затвердила додатковий пакет відхилень від цільового структурного дефіциту на період до 2032 р. Дію так званих захисних умов, призначених для автоматичного збільшення ПДВ і акцизів, призупинено на той самий період³.

У спільному рішенні Європейського парламенту і Ради ЄС від 10 листопада 2020 р. підкреслювалося, що покращені механізми захисту бюджетних коштів бюджету ЄС мають гарантувати, що кожен євро надходить туди, де є потреби. Вони охоплювали механізм обумовленості, а також новий інструмент для одночасного збирання прозорої та порівнянної інформації про кінцевих бенефіціарів фінансування ЄС⁴. Це рішення передбачало збільшення обсягу програм бюджетної підтримки коштом фондів ЄС на 15 млрд євро. Зокрема, додаткові кошти виділялися на фінансування досліджень та інновацій (Horizon Europe) – 4 млрд євро, на потреби охорони здоров'я – 3,4 млрд, програми наукового співробітництва – 2,2 млрд євро. Бюджет ЄС і надалі мав відігравати ключову роль у всебічній підтримці відновлення, а бенефіціари коштів ЄС – отримувати достатні кошти для продовження своїх зусиль працювати в складні часи пандемії COVID-19.

Варто підкреслити, що протягом жовтня – листопада 2020 р. повторно режим локдауну оголосили європейські країни Австрія, Бельгія, Великобританія, Іспанія, Італія, Португалія, Словаччина та ін. Словаччина стала першою країною, кот-

¹ Communication from the Commission to the Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact. COM(2020) 123 final / European Commission. 2020. March 20. URL: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/EN/COM-2020-123-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.

² Statement of EU ministers of finance on the Stability and Growth Pact in light of the COVID-19 crisis. 2020. URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/>.

³ EU Independent Fiscal Institutions. European Fiscal Monitor Special Update. P. 1–2. 2020. June. URL: https://www.euifis.eu/download/european_fiscal_monitor_special_updatevol2_01.pdf.

⁴ Questions and Answers on the agreement on €1.8 trillion package to help build greener, more digital and more resilient Europe. 2020. November 11. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_2088.

ра провела за рахунок бюджетних коштів масове тестування населення з метою виявлення ознак COVID-19. Згідно з планами національних урядів безкоштовна і добровільна вакцинація від коронавірусної хвороби передбачалася в Португалії, Чехії, Франції тощо.

12 жовтня 2020 р. було оприлюднено спільну заяву міністрів фінансів групи провідних країн, які працювали над подальшим розвитком проекту BEPS, та оприлюднено для публічних консультацій “Blueprint for Pillar One” та “Blueprint for Pillar Two”. Перший стовп зосереджувався на взаємозв’язку та розподілі прибутку, тоді як другий – орієнтував на становлення глобального мінімального податку, котрий, як передбачалося, мав сприяти вирішенню решти концептуальних питань BEPS.

Упровадженню цих двох стовпів відводилася важлива роль у забезпеченні справедливості в наявних податкових системах та зміцненні міжнародної податкової бази перед лицем нових бізнес-моделей; це також мало допомогти повернути державні фінанси на стійкі основи. Громадський тиск на уряди з метою забезпечення того, щоб великі міжнародні прибуткові корпорації платили свою справедливу частку згідно з новими міжнародними податковими правилами, зріс внаслідок пандемії COVID-19. Водночас таке рішення, базоване на досягнутому консенсусі, певною мірою надавало підприємствам необхідну податкову впевненість, аби сприяти економічному відновленню¹.

Незважаючи на те, що серйозні зусилля спрямовувалися, наприклад, на модернізацію міжнародних аспектів прибуткового податку, покращання чинного режиму оподаткування до стандартів ОЕСР, окремі політичні кола в результаті дискусії отримали сильний поштовх скасувати податок на прибуток підприємств. Основна ідея полягала в тому, щоб замінити його розподіленим податком на прибуток (Distributed Profit Tax), який в Україні зазвичай називають податком на виведений капітал (Exit Capital Tax). По суті, ця система не оподатковує прибуток, оскільки він нараховується корпорації, відкладаючи податок на час, коли корпорація розподіляє дивіденди акціонеру².

В умовах пандемії значну частину економіки була заблоковано, і, отже, вразливість доходів домогосподарств різко зросла. Було ухвалено безпрецедентні за обсягами програми фіскальної підтримки. Так, у США загальний пакет фіскальних стимулів для подолання наслідків пандемії COVID-19 становив 2 трлн дол. США, чверть з яких призначалася для трансфертів домогосподарствам.

Очікувалося, що 2020 р. у країнах ЄС збільшення дефіциту загального уряду буде дуже значним, оскільки зростали соціальні видатки та скорочувалися по-

¹ Cover Statement by the Inclusive Framework on the Reports on the Blueprints of Pillar One and Pillar Two. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/cover-statement-by-the-oecd-g20-inclusive-framework-on-beps-on-the-reports-on-the-blueprints-of-pillar-one-and-pillar-two-october-2020.pdf>.

² Ukraine: Technical Assistance Report – A Follow-Up on Distributed Profit Tax, BEPS Implementation, Voluntary Disclosure Program, and Indirect Methods for Determining Taxable Income. Country Report No. 2020/302 / International Monetary Fund. 2020. September. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/11/17/Ukraine-Technical-Assistance-Report-A-Follow-Up-on-Distributed-Profit-Tax-BEPS-49897>.

даткові надходження – внаслідок як виняткових політичних дій, спрямованих на підтримку економіки, так і ефекту автоматичних стабілізаторів. Прогнозувалося, що сукупний дефіцит загального уряду держав ЄС-27 збільшиться з 0,5 % ВВП у 2019 р. до 8,4 % у 2020 р., перш ніж зменшиться до 6,1 % у 2021 р. та 4,5 % у 2022 р. Це відображало ефект впливу надзвичайних заходів державної підтримки, протягом 2021 р. економічна ситуація мала покращуватися.

Відображаючи стрибок бюджетного дефіциту, прогноз передбачав, що відношення державного боргу до ВВП країн єврозони зросте з 85,9 % ВВП у 2019 р. до 101,7 % у 2020 р., 102,3 % у 2021 р. та 102,6 % у 2022 р. Дещо кращою очікувалася боргова ситуація загалом у країнах ЄС-27. Відношення сукупного державного боргу до ВВП країн ЄС мало зрости з 79,2 % ВВП у 2019 р. до 93,9 % у 2020 р., 94,6 % у 2021 р. та 94,9,6 % у 2022 р. Незважаючи на певне погіршення боргової ситуації, вона залишалася відносно стабільною у 2020 р. у таких країнах (% ВВП): Естонія – 17,2, Люксембург – 25,4, Болгарія – 25,7, Чеська Республіка – 37,9, Швеція – 39,9, Литва – 47,2, Латвія – 47,5 %¹.

Пандемія коронавірусу спричинила шок для світової економіки, зокрема держав ЄС, з дуже серйозними економічними та соціальними наслідками. Економічна діяльність у Європі зазнала серйозного шоку в першій половині 2020 р. і великою мірою пошавилася в III кварталі, оскільки заходи стримування поступово скасовувались. Однак спалах пандемії в IV кв. 2020 р. призвів до економічних спадів, оскільки національні органи влади запровадили нові заходи у сфері охорони здоров'я, щоб обмежити її поширення².

Економічний вплив пандемії в країнах – членах ЄС значно відрізнявся. Те саме стосується і перспектив відновлення зростання, котрі відображали ступінь поширення вірусу, суворість заходів охорони здоров'я, що вживалися для його стримування, галузевий склад національних економік та потужність заходів державної політики. За прогнозом Європейської комісії, у 2020 р. найбільший спад економіки (% реального ВВП до попереднього року) очікувався в Іспанії – 12,4, Італії – 9,9, Хорватії – 9,6, Франції – 9,4, Португалії – 9,3, Греції – 9,0, Словаччині – 7,5³. Передбачалося, що країни ЄС і у 2022 р. не зможуть відновити свій рівень економічного розвитку, який існував до пандемії COVID-19⁴.

При розробленні прогнозу в умовах спалаху пандемії COVID-19 враховувались можливі протилежні шляхи розвитку пандемії та її економічний вплив – м'який

¹ European Commission. European Economic Forecast / European Commission. Autumn 2020. *Institutional Paper*. 2020. No. 136. November. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip136_en.pdf.

² Autumn 2020 Economic Forecast: Rebound interrupted as resurgence of pandemic deepens uncertainty. 2020. November 5. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_2021.

³ European Economic Forecast / European Commission. *Institutional Paper*. 2020. No. 136 November. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip136_en.pdf.

⁴ Autumn 2020 Economic Forecast: Rebound interrupted as resurgence of pandemic deepens uncertainty. 2020. November 5. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_2021.

шлях (a benign path) та шлях розвитку другої фази пандемії (downside scenario). Аналіз проводився на основі глобальної багатонаціональної моделі Єврокомісії – макроекономічної моделі за методологією нових кейнсіанців у дворегіональній конфігурації з еврозоною та рештою країн світу. Оцінка моделі здійснювалася з використанням історичних даних, починаючи з I кв. 1999 р. до II кв. 2020 р. Враховувалися також основні припущення щодо розвитку зовнішнього сектору. Модель використовувалася для ідентифікації шоків, врахованих при складанні прогнозу¹. Термін “шок” стосувався екзогенних факторів, які зумовляють відхилення ендогенних змінних моделі від їх тривалих трендів.

Комітет із закордонних справ Європейського парламенту зазначив, що суттєві результати у боротьбі з корупцією є необхідними для підтримки реформ громадянами України. Вони також закликав Комісію розробити якісні механізми моніторингу впровадження Україною реформ, включаючи чіткі контрольні показники та принципи обумовленості. Євродепутати піддали критиці спроби владних структур чинити політичний тиск на незалежні економічні інститути й органи правопорядку та висловили розчарування відсутністю прогресу в демонтажі олігархічних структур в Україні².

З огляду на викладене можна зробити такі висновки та надати рекомендації.

Обґрунтовані фахівцями МВФ змістове наповнення та послідовність заходів фінансової політики за трьома стадіями подолання наслідків пандемії COVID-19 (IMF Fiscal Monitor, October 2020) могли бути використані в Україні як під час кризового періоду, так і в посткризовий період. Такий підхід можна було застосувати при розробленні й реалізації секторальних програм відкриття економіки після завершення пандемії з урахуванням того, що економічна і фінансова невизначеність залишалися дуже високими.

Перспективи розвитку України в середньостроковому періоді видавалися важко передбачуваними у зв'язку з низькою спроможністю національної системи охорони здоров'я, слабкістю фінансового ринка, застарілістю системи соціального страхування, важливістю для економіки секторів, найбільш постраждалих від пандемії (експорт сировинних товарів, транспорт, індустрія розваг та ін.), високою залежністю від надходження іноземного фінансування та грошових переказів мігрантів.

Невеликі показники бюджетного дефіциту (2,8 % ВВП) за перші дев'ять місяців 2020 р. і вузькість джерел його фінансування були ознаками збереження проциклічного характеру фінансової політики в Україні.

Доцільно було продовжити вивчення наведених у цьому дослідженні макроекономічних моделей прогнозування наслідків пандемії та можливих шляхів їх по-

¹ Детальний опис моделі подано в: Albonico, A. et al. The Global Multi-Country Model (GM): an Estimated DSGE Model for the Euro Area Countries. ECFIN Discussion Paper. 26 July 2019. No. 102. 76 p. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/dp102_en.pdf.

² Ukraine: MEPs call for results in fight against corruption and dismantled oligarchies. 2020. November 10. URL: <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20201105IPR90916/ukraine-meps-call-for-fight-against-corruption-and-dismantled-oligarchies>.

долання. Кризовий період продемонстрував суттєве підвищення ролі держави в економіці, у регулюванні суспільних процесів.

Для ефективного функціонування ринку в період шоків повинен існувати баланс державного й ринкового регулювання. Епідеміологічна ситуація була такою, що прогнози розвитку економіки і соціальної сфери за межами прогнозного горизонту виявляли схильність до надзвичайно високого ступеня невизначеності та ризиків.

Фіскальні правила стали інтегральною частиною фіскальної політики, спрямованої на відновлення економіки і подолання наслідків пандемії COVID-19. Постає потреба у визначенні надзвичайних передумов і термінів тимчасового недотримання фіскальних правил, заходів примушення до їх виконання, котрі не можна скасовувати черговим законом про державний бюджет. Такий механізм виходу з фіскальних правил не відповідає критеріям МВФ щодо формування і застосування фіскальних правил, засадам теорії і практики функціонування фіскальних правил в ЄС.

Одним із імовірних наслідків кризи COVID-19 постає вартісна й неефективна реструктуризація суверенного боргу. Інструменти умовного державного боргу здатні відіграти важливу роль у поліпшенні результатів цієї реструктуризації, сприяти зниженню внутрішнього коефіцієнта окупності для кредиторів України, що отримали ВВП-варанти, та збереженню рівня фіскальної безпеки.

1.3. Огляд наукових досліджень проблем монетарної безпеки в зарубіжній та вітчизняній економічній літературі, зокрема з урахуванням наслідків пандемії COVID-19

За 30 років незалежності Україна пережила низку глибоких економічних, фінансових, банківських, боргових, валютних та інфляційних криз. В окремих випадках вони мали надзвичайний характер. Як наслідок, обсяги реального ВВП країни залишалися на третину меншими за їх величину в 1990 р.

Однією з причин зазначеного феномену є нестійкий характер економічного відновлення та валютно-цінової стабілізації на початку XXI ст. і в 2010–2013 рр. Адже під час криз 2008–2009 та 2014–2015 рр. Україна знову ставила світові антирекорди: її реальний ВВП падав до 14,8 і 15,8 %, відповідно. Це супроводжувалося глибокими девальваційними кризами й рецидивом некерованої інфляції. Економічна криза 2020 р., спровокована глобальним карантинном на тлі пандемії COVID-19, посилила ці проблеми через необхідність надання підтримки національному виробництву, що опинилось у вимушеному локдауні.

По суті, системний взаємозв'язок крихкості виробництва, курсу національної валюти та цінової динаміки проявився в Україні ще в 1990-х роках, коли реальний ВВП скоротився на 59 %. Тоді країна опинилася на третьому місці у світі серед 19 економік, чий обсяг впродовж 1990–1999 рр. не лише не зросли, а навіть впали (Кораблін, 2017, с. 25). Масштаб тієї кризи вдвічі перевищив розмах Великої депресії у США, супроводжуючись нищівними девальваційними й інфляційними потрясіннями. Так, у 1993 р. середньорічні споживчі ціни в Україні підскочили в більш ніж 48 разів, а глибина знецінення купоно-карбованця відносно долара США

наступного 1994 р. становила 7,2 раза за одночасного спаду промислового виробництва майже на 24 %. За таких обставин перед країною вже в 1990-х роках гостро постало питання забезпечення не просто економічної, валютної, цінової та фінансової стабілізації, а взагалі національної безпеки. Адже, судячи з тих процесів, які спостерігались у суспільстві, йшлося вже не про звичайні кризи, а про тектонічні зсуви, що загрожували існуванню самої держави.

Перелік окремих складових економічної безпеки в Концепція економічної безпеки України 1999 р. (далі – Концепція) налічував 14 позицій (об'єктів), серед котрих фінансова, макроекономічна, грошово-кредитна, виробнича, інноваційна, технологічна, інфраструктурна, зовнішньоекономічна тощо.

Безпека грошово-кредитної системи оцінювалася за такими індикаторами: рівень інфляції, ставка рефінансування НБУ, процентні ставки за кредитами й депозитами, відношення обсягу наданих кредитів до ВВП, ціна обслуговування державного боргу за ОВДП, частка неповернених кредитів (Кораблін, 2017, с. 53).

Перелік показників інфляційної безпеки, що розглядалась як елемент фінансової безпеки, містив 22 показники – й суто цінові індикатори (інфляція), і ті, котрі відображали стан державних фінансів (бюджетний дефіцит, державний борг), рівень зовнішнього боргу та його окремих складових, міжнародних резервів, валютних надходжень і рівня доларизації (Кораблін, 2017, с. 35–37). Разом із тим у переліку індикаторів грошово-кредитної й фінансової безпеки були відсутні показники курсової динаміки гривні.

Певні недоліки такого підходу пояснювалися новаторською природою розробки. Попри це, зазначена Концепція дала змогу розрахувати динаміку інтегрального показника економічної безпеки України, кількісно оцінивши її зниження впродовж 1991–1998 рр. на 32 % (Кораблін, 2017, с. 55–56). Іншою безперечною перевагою Концепції є її системний характер, визначення комплексу (тодішніх) ключових економічних загроз та необхідності підпорядкування цілей і завдань економічної безпеки національним інтересам.

Часткових методичних недоліків авторам Концепції вдалося уникнути під час розроблення Мінекономіки України у 2013 р. Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (далі – Методичні рекомендації)¹. Структурно в економічній безпеці було виокремлено дев'ять складових: виробничу, демографічну, енергетичну, зовнішньоекономічну, інвестиційно-інноваційну, макроекономічну, продовольчу, соціальну й фінансову. Остання розглядалась крізь призму п'яти власних компонент (складових): банківської безпеки, безпеки небанківського фінансового сектору, а також боргової, бюджетної, валютної й грошово-кредитної безпеки.

Особливості наочно контрастують із домінуючими положеннями неоліберальної доктрини, ключові постулати котрої формально розмивають поняття націо-

¹ Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>.

нального інтересу через примус до ринкової саморегуляції та глобальної лібералізації. За прийняття таких умов (вимог) дискурс економічно безпечних політик виявляється представленим дослідженнями їх стабільності (stability), стійкості (sustainability) або несуперечливості (consistency)¹. Зрозуміло, останні риси є важливими ознаками економічної безпеки та її окремих складових. Однак у реальних умовах глобалізації й жорсткої конкурентної боротьби (Горбулін (ред.), 2017), якій і сьогодні властиві гострі збройні конфлікти та затяжні воєнні дії (Афганістан, Нагорний Карабах, Молдова, Ірак, Грузія, Україна, Сирія, Лівія тощо), їх виключення з аналізу економічної безпеки є очевидним недоліком. Тим паче, що в будь-якого воєнного конфлікту завжди перебуває природне економічне підґрунтя, пов'язане з боротьбою за доступ до ринків природних ресурсів та/або збуту власної продукції (Батковський, 2009, с. 38). Але їхній висновок про (а) класову експлуатацію країн сировинної периферії капіталом технологічно розвинутих держав (країна-гегемон, її найближче оточення й напівпериферійні економіки), а також (б) універсальність такої залежності та (в) зумовлену нею світову бідність являв собою діаметрально інший приклад ідентифікації загроз національним економікам і шляхів їх подолання. При цьому умовивід, що останні майже неминуче пов'язані з тотальним промисловим імпортозаміщенням та цільовим обмеженням економічних відносин із технологічно розвинутими країнами зрештою не знайшов ані практичного підтвердження, ані його теоретичного пояснення (Lindauer, & Pritchett, 2002). Більше того, досвід азійських країн (Японії, Китаю, Південної Кореї, Тайваню) свідчить про можливість подолання недоліків сировинної залежності зовсім іншим шляхом – експортоорієнтованої індустріалізації, цільового залучення провідних іноземних технологій, диверсифікації й розширення зовнішніх ринків збуту (Стадвелл, 2017).

Проте на початку 1990-х років глобальною відповіддю на провали тотального імпортозаміщення та його цільового фінансування, притаманного не лише соціалістичним країнам, а й багатьом іншим економікам (передусім латиноамериканським) стала неоліберальна доктрина. На практиці її витоки були пов'язані з потребами провідних країн світу, які занурились у стагфляційну кризу після кількох десятиліть безроздільного домінування кейнсіанських методів державного регулювання. Але згодом ідеї розвитку на базі ринкового саморегулювання здобули ледь не світову популярність (Стадвелл, 2017).

Їх формалізація була пов'язаною з 10 принципами успішної економічної політики, проголошеними у 1989–1990 рр. Дж. Вільямсоном (Williamson, 1990; Williamson, 2004). Останні стали відомими як Вашингтонський консенсус, котрий передбачав: наявність безумовної бюджетної дисципліни; обмеження бюджетних видатків; проведення податкової реформи зі зниженням ставок податків і розширенням їх бази; нівелювання інфляції ринковими процентними ставками; обмеження захисту пріоритетних секторів та лібералізацію зовнішньої торгівлі, насамперед для імпорту, потрібного для нарощування експорту; уніфікацію й підтримку валютного курсу

¹ Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. 2020. URL : <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

су, що стимулює експорт та інвестиції, але не провокує інфляцію; залучення прямих іноземних інвестицій; приватизацію державної власності; дерегуляцію бізнесу; захист прав власності.

Зазначений перелік, по суті, проголосив стислий неоліберальний концепт принципів та інструментів успішної (безпечної, стійкої, несуперечливої) економічної політики практично для всіх її основних складових, включно з монетарною. Остання при цьому передбачала цільову підтримку низької інфляції, контроль над нею шляхом застосування ринкових процентних ставок, уніфікацію валютного курсу з одночасним проведенням валютної лібералізації та вивільненням транскордонного руху капіталу.

У цьому контексті дерегуляція бізнесу й приватизація державної власності органічно підтримували заходи щодо залучення іноземних кредитів і капіталу, а бюджетна дисципліна мала убезпечити країну від боргових проблем та надмірного емісійного тиску на курс національної валюти й рівень внутрішніх цін (інфляцію). Нарешті, лібералізація торгівлі та транскордонного руху капіталу мусили забезпечити доступ до іноземних інвестицій, технологій і нових ринків збуту.

Оскільки всі ці рекомендації виходили з припущення про ефективність вільного ринку та відсутність таких рис державного регулювання, Дж. Вільямсон прямо зауважив, що вони націлені на розв'язання тих проблем, з якими не впоралися прибічники теорії залежності.

Жвавий інтерес до нової економічної політики проявили не лише країни Латинської Америки, котрим вона де-факто адресувалася. Адже гострих боргових, інфляційних і економічних криз у 1980-х роках зазнавала, наприклад, також низка африканських держав. Недарма вони згодом сформували ядро найбідніших країн із надвеликим зовнішнім боргом (Heavily Indebted Poor Countries, HIPC)¹, для яких МВФ та Світовий банк були змушені розробляти специфічні інструменти і програми фінансового й економічного оздоровлення (HIPC Initiative)².

У Європі неоліберальні постулати стали відомішими під назвою “шокова терапія” внаслідок примусу до якнайшвидшого проведення ринкових реформ. Прибічники такої політики відстоювали її необхідність навіть через десятки років після виявлення всіх пов'язаних із нею проблем. Так, якщо у 1989–1993 рр. Г. Колодко спостерігав у Польщі “шок без терапії” внаслідок “брутального порушення основних правил прагматизму та раціональності” (Kolodko, 2005), то О. Гаврилишин наполягав на пріоритеті саме швидкості й у 2016 р. (Havrylyshyn et al., 2016).

Розгорнутий аналіз проблем й небезпек, виявлених під час практичного впровадження неоліберальних реформ (політик) у 1990-ті роки, було наведено у численних роботах (Stiglitz, 1998; Stiglitz, 2002; Stiglitz, 2005; Rodrik, 2006; Birdsally, &

¹ The Logic of Debt Relief for the Poorest Countries. 2000. September. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/092300.htm#box1>.

² Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. 2020. March 25. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>

De la Torre, 2001; Naim, 1999; Marangos, 2008). При цьому йшлося про виникнення “макроекономічної ортодоксії” через виключний акцент на бюджетних дефіцитах і рівні інфляції; відсутність технологічних та інноваційних складових у наборі сталих (безпечних) політик; кричущі прогалини в захисті й підтримці найбільш соціально вразливих верств населення; відсутність цілей щодо темпів економічного зростання; спотворення конкурентних переваг через надмірну торговельну лібералізацію та її глобальну асиметричність; ігнорування об’єктивних інституційних обмежень держави й бізнесу; зайвий оптимізм щодо ефективності вільного транскордонного руху фінансового капіталу.

Наприкінці 1990-х років фахівці Світового банку Дж. Хеллман, Г. Джонс і Д. Кауфман дійшли висновку, що народжений у ході масової приватизації капітал “захопив державу”, скориставшись її безпорадністю. Як наслідок, у багатьох постсоціалістичних країнах приватний бізнес привласнив державні функції та почав отримувати штучні ринкові преференції (Hellman, Jones, & Kaufmann, 2000). Таке зрощення капіталу й держави призвело до появи та розквіту корупції, котра унеможливила виконання одного з базових принципів будь-якої успішної (стійкої, безпечної) економічної політики – верховенства закону та забезпечення прав власності. Про відлуння тих подій і пов’язані з ними монетарні небезпеки нагадує В. В. Козюк (2018; 2019).

Часткове визнання наприкінці 1990-х років зазначених проблем виконавчим директором МВФ М. Камдессю (Camdessus, 1999) ознаменувало перехід до “другого покоління реформ”. У практичному аспекті цьому чимало “сприяли” глибокі економічні, валютні та інфляційні потрясіння під час упровадження неоліберальних реформ (політик), а також низка міжнародних фінансових криз: 1994 р. – Мексика, 1997 р. – Таїланд, Корея, Індонезія; 1998 р. – росія, Україна, Бразилія; 1999 р. – Еквадор; 2000 р. – Туреччина; 2001 р. – Аргентина (Lindauer, & Pritchett, 2002, р. 10–12).

Зазначене змусило додати до постулатів Дж. Вільямсона 10 нових правил успішної (стійкої) економічної політики. Зміст цього вдосконаленого варіанта Вашингтонського консенсусу формалізував Д. Родрик, хоча сам він не приховував власного скепсису щодо його концептуальних положень та активно їх критикував. Значна кількість складових поліпшеної версії Вашингтонського консенсусу тією чи іншою мірою корелює зі складовими, врахованими Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, що, в принципі, є доволі природним. Хоча сам по собі такий збіг і не є прямим свідченням ідентичності змісту відповідних політик.

Ще однією відмінністю поліпшеної версії консенсусу є те, що майже всі її складові формують основу поточних стабілізаційних програм МВФ та програм фінансової допомоги, які надаються офіційними донорами на їх підтримку¹. Це, зокрема,

¹ Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. 2020. June 11. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501>.

стає зрозумілим при аналізі монетарних ознак успішної (стійкої, несуперечливої) економічної політики, котрі передбачають: забезпечення незалежності центрального банку; визначення єдиною метою його політики цінової стабільності (таргування інфляції); зняття контролю над транскордонним рухом капіталу; застосування гнучкого курсу національної валюти.

Щодо двох останніх положень, то їх теоретичне представлення є менш жорстким, ніж на практиці, де доступ країн-реципієнтів до фінансової підтримки офіційних і міжнародних кредиторів (МВФ, Світового банку, ЄБРР), як правило, пов'язується з вимогою щодо впровадження гнучкого курсоутворення та валютної лібералізації¹.

Теоретично ця вимога сходить до “трилеми неможливості” (impossible trinity), сформульованої Р. Манделлом (Mundell, 1963). Гіпотеза про те, що за умов вільного руху капіталу й фіксації валютного курсу центральний банк не може вільно регулювати пропозицію грошей, має певний сенс. Однак висновок, що єдиною опцією для збереження такої можливості є застосування гнучкого валютного курсу, не очевидний. Адже ключова умова цієї гіпотези щодо вільного руху капіталу – лише припущення. У разі ж його відсутності необхідність жорсткого вибору між двома інструментами монетарної політики (валютний курс чи процентна ставка) зникає. Аналогічна критика зазначеної трилеми наводилася в роботах Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2004; Bekaert, & Mehli, 2017, а також Бублик, 2020 (с. 220–222). Останній звернув окрему увагу на критику “трилеми” Farhi, & Werning (2014) для випадку малої відкритої економіки.

Інший аргумент щодо необхідності застосування гнучких валютних курсів апелює до найкращих світових практик і активного переходу до такого валютного режиму багатьма країнами світу (Петрик, 2008, с. 80). Проте це твердження теж дещо перебільшене. Так, упродовж 2011–2019 рр. частка країн – членів МВФ, які дотримувалися гнучкого курсоутворення, фактично не змінилася (34,4 %). Більше того, вона залишалася меншою за сумарну вагу країн, котрі свідомо впливали на курси своїх валют, яка до того ж зросла до 58,9 % (табл. 1.5).

У принципі, жорстке несприйняття Національним банком України будь-якої форми керованого курсоутворення можна пояснити майже 30 роками провалів такої політики, внаслідок чого гривня знецінилася до валюти прив'язки (долара США) в 17 разів. При цьому чимало дослідників вважають ці невдачі основним чинником супутніх спадів виробництва й інфляції (Чурій, & Ніколайчук, 2015).

Однак перехід до вільного курсового плавання неминуче провокує проблеми іншого порядку. Так, через істотну доларизацію вітчизняної економіки (понад 40 % кредитного портфелю банків і 60 % державного боргу) кожне відчутне знецінення гривні генерувало боргові загрози як для державного сектору, так і для приватного. Надмірне ж її курсове посилення також не є бажаним з огляду на значну торговельну відкритість економіки – приблизно по 50 % для пропорцій експорт/ВВП та імпорт/ВВП.

¹ Ibid.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 1.5

Структура валютних режимів, % загальної кількості країн – членів МВФ

Валютні режими	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Жорстка прив'язка	13,2	13,2	13,1	13,1	12,6	13,0	12,5	12,5	12,5
без власної валюти	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,3	6,8	6,8	6,8
валютна рада	6,3	6,3	6,3	6,3	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
М'яка прив'язка	43,2	39,5	42,9	43,5	47,1	39,6	42,2	46,4	46,4
звичайна прив'язка	22,6	22,6	23,6	23,0	23,0	22,9	22,4	22,4	21,9
режим стабілізації	12,1	8,4	9,9	11,0	11,5	9,4	12,5	14,1	13,0
повзуча прив'язка	1,6	1,6	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
прив'язка подібна до повзучої	6,3	6,3	7,9	7,9	10,5	5,2	5,2	7,8	9,4
прив'язка з горизонтальним коридором	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Плаваючий	34,7	34,7	34,0	34,0	35,1	37,0	35,9	34,4	34,4
плаваючий	18,9	18,4	18,3	18,8	19,4	20,8	19,8	18,2	18,2
вільно плаваючий	15,8	16,3	15,7	15,2	15,7	16,1	16,1	16,1	16,1
Інші керовані режими	8,9	12,6	9,9	9,4	5,2	10,4	9,4	6,8	6,8

Складено за: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction 2019 / International Monetary Fund. 2020. 3787 p. Р. 9. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>.

На практиці очевидні девальваційні ризики змушують Україну від 2013 р. запитувати стабілізаційне фінансування від МВФ, ЄС та інших офіційних кредиторів. Разом із тим ревальваційні проблеми наочно проявилися в нашій державі у 2019 р. на тлі одночасного рекордного посилення гривні (на 14,4 % відносно долара США) та зтяжного спаду промислового виробництва (–6,7 %).

У зв'язку з цим рекомендації щодо хеджування валютних ризиків не є бездоганними через низьку ліквідність вітчизняного фондового ринку. Крім того, хеджування проти панівних девальваційних трендів може сприяти розв'язанню проблем окремого бізнесу, але аж ніяк не нівелюванню цих трендів.

Для бізнесу за подібних умов найбільш вдалим убезпеченням від власних ризиків видавалося виведення фінансових ресурсів на закордонні рахунки, тим паче, що цьому відверто сприяли дозвільні норми валютної лібералізації, котру ініціював та рухав НБУ¹. Але такий підхід також скоріше хеджував окремі приватні ризики, ніж сприяє загальній стабілізації курсу гривні.

¹ Дорожня карта скасування валютних обмежень з 05 листопада 2019 року / Національний банк України. URL : <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-skasuvannya-valyutnih-obmejen>.

За таких обставин достатній обсяг міжнародних резервів із його неборговим нарощуванням виявився чи не надійнішим заходом центрального банку зі створення подушки валютної безпеки¹. Формально НБУ не нехтував такою можливістю. Так, у 2019 р. чистий обсяг його валютних інтервенцій становив 7,9 млрд дол. США. Однак, з огляду на відверто надмірну ревальвацію гривні, його зусилля з нарощування резервів були явно недостатніми. У принципі, НБУ цього й не заперечував, пояснюючи, що зазначене уможливило зниження інфляції та продовження валютної лібералізації². Проте другою стороною такої курсової доктрини стала миттєва 20-відсоткова девальвація гривні на початку 2020 р. після спалаху пандемії COVID-19 і спровокованої нею глобальної економічної кризи.

За таких умов вагомим курсовим стабілізатором для НБУ видавалося жорстке обмеження грошової пропозиції, якого він де-факто дотримувався аж до початку кризи в I кв. 2020 р. (рис. 1.2). Адже це, з одного боку, сприяло досягненню звичайної монетарної цілі щодо контролю над інфляцією (її річний рівень у жовтні 2020 р. становив 2,6 %), з другого – зменшувало гривневий попит на іноземну валюту.

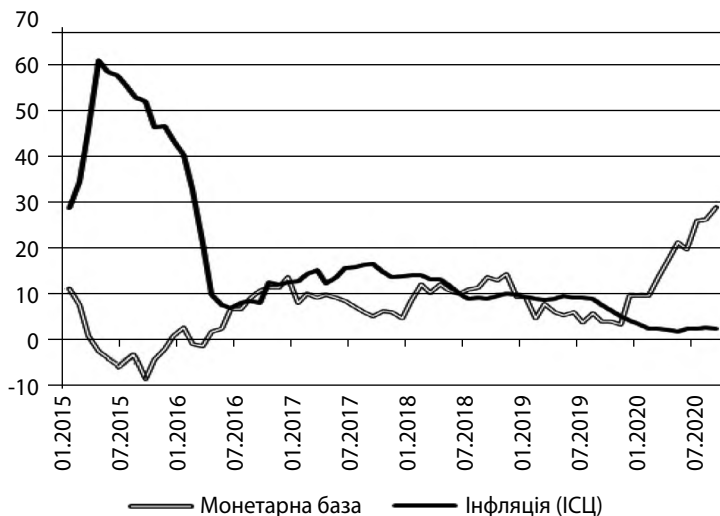


Рис. 1.2. Річні темпи приросту монетарної бази та індексу споживчих цін у 2015–2020 рр., у щомісячному розрізі, %

Розраховано та побудовано за даними Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

Проте невідомою платою за такі курсові й цінові орієнтири виступало свідоме зниження монетизації економіки: за даними Світового банку її рівень зменшився з

¹ Debt-and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability / IMF. 2000. March 23. URL: https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm#III_B.

² Інфляційний звіт. Січень 2020 року / Національний банк України. С. 30. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q1.pdf?v=4.

62 % ВВП у 2013 р. до 46 % у 2016 р. та 36 % ВВП у 2019 р.¹ Зменшення ринкових ставок на цьому тлі не супроводжувалося очікуваним збільшенням банківського кредитування. Зазначене не може не турбувати, особливо з урахуванням того факту, що в останній докризовий період (2016–2019 рр.) річні темпи приросту української економіки (2,8 %) істотно поступалися динаміці ВВП країн не лише із середніми доходами (4,4 %), а й із низькими (3,9 %)².

Пом'якшити цю проблему могла би взаємодія центрального банку та уряду в частині розбудови кредитно-фінансових каналів для спрямування банківської ліквідності у виробничі сектори національної економіки, як було зроблено, наприклад, у США та ЄС під час і після подолання кризи 2008–2009 рр. Результатом стали не тільки американські програми TARP і ARRA, поява Європейського стабілізаційного механізму, а й визнання проблеми фінансової стабільності з масовим внесенням до статутів центральних банків відповідної функції щодо її забезпечення.

Попри відповідні корективи у Законі України “Про Національний банк України”³ та створення у 2015 р. Ради з фінансової стабільності⁴, питання кредитно-фінансових каналів так і не опинилося на її порядку денному. Очевидно, це можна пояснити відсутністю адекватних ініціатив із боку як Уряду, так і НБУ, що органічно вписується в неоліберальний концепт ринкового саморегулювання й мінімального втручання державних регуляторів у розбудову бізнес-середовища.

Із формальної ж точки зору, спостерігається певне спотворення тези щодо незалежності центрального банку. Те, що політичний тиск на нього заважає досягненню цільових орієнтирів, є аксіоматичним фактом, котрий відзначався ще Барро, & Gordon, 1981). Разом із тим зведення всієї діяльності центрального банку до одного показника (інфляції чи валютного курсу) з одночасним його самоусуненням від вирішення інших питань, безпосередньо пов'язаних із монетарною політикою, навряд чи можна вважати безпечним підходом, тим паче, за умов розгортання економічної кризи та/або незадовільно низьких темпів виробничого зростання.

Визначення в національному дискурсі економічної безпеки, як і всіх її складових, включно з фінансовою, із низкою її власних компонентів, зокрема валютної й грошово-кредитної безпеки, підпорядковане ключовій меті убезпечення національних інтересів та розвитку людини.

Акцент на національних інтересах відрізняє згаданий підхід від панівного неоліберального погляду, в рамках якого ідея ринкового саморегулювання й глобальної лібералізації усуває потребу в урахуванні запеклої міжнародної конкуренції та

¹ World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

² World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

³ Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV (зі змінами). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.

⁴ Про Раду з фінансової стабільності : Указ Президента України від 24.03.2015 № 170/2015. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/170/2015#Text>.

зіткнення суверенних інтересів, здатного до сплеску найжорсткіших загострень заради підриву економічного потенціалу суперників і досягнення цілей власного національного розвитку. На цьому тлі в дослідженнях економічного мейнстріму спостерігаються очевидні лакуни, пов'язані з уникненням питань глобальної конфліктології.

Така особливість неоліберальної доктрини, а також її глобальне поширення упродовж останніх 30 років зумовили розгляд в економічних дослідженнях не так питань безпеки, як успішних (стійких, несуперечливих) політик (реформ), здатних забезпечити стабільний стан будь-якої економіки. Рікардіанський підхід до пояснень загальних і суцільних вигід від реалізації таких політик усуває необхідність урахування особливих інтересів окремих держав, що призводить до певної примітивізації їхніх суверенних цілей та завдань із точки зору як національної економіки загалом, так і її монетарної сфери зокрема.

Успішність монетарної політики за таких умов зазвичай пов'язується з її здатністю контролювати динаміку інфляції та/або курсу національної валюти. Ці два взаємопов'язані питання розглядаються як функція забезпечення внутрішньої й зовнішньої стійкості (безпеки) національної грошової одиниці.

Домінування на практиці неоліберальних поглядів призвело до активного поширення практики гнучкого курсоутворення з одночасною мінімізацією валютного контролю над рухом капіталу. Визнаючи потенційну вразливість керованих валютних режимів, варто, однак, назвати ризики й плаваючих валютних курсів, особливо для відкритих економік із недостатньо розвинутими фінансовими ринками та високим рівнем доларизації. Інші пов'язані з цим небезпеки полягають у відмові від валютного контролю, спрямованого на пріоритетне залучення новітніх технологій менш розвинутими економіками й уникнення ними потенційно небезпечних іноземних капіталовкладень.

Аналогічні загрози за таких умов несе й перехід до монетарної політики “єдиної цілі (інфляція) та єдиного інструменту (процентна ставка)” (Blanchard, Dell'Ariccia, & Mauro, 2010), що не передбачає цільової комплексної розбудови кредитно-фінансових каналів для спрямування банківської ліквідності у виробничі сектори національної економіки.

В Україні цьому заважає інертність економічної і структурної політики уряду, а також спотворене сприйняття положень щодо незалежності її центрального банку. Обидва цих чинники органічно вписуються в неоліберальну доктрину державного невтручання, але цілком суперечать міжнародній практиці подолання глобальної кризи 2008–2009 рр. та наступного відновлення світової економіки. Вказані недоліки певною мірою пояснюються підривом ключових принципів державотворення через низький рівень забезпечення верховенства закону й захисту прав власності (як державної, так і приватної).

Неборгове накопичення достатніх обсягів міжнародних резервів залишається за таких умов одним із найдієвіших та найнадійніших інструментів забезпечення курсової й інфляційної стійкості національної грошової одиниці.

1.3.1. Проблеми монетарного суверенітету

Зрозуміло, таке поняття, як монетарний суверенітет, не залишилося поза увагою провідних теоретиків-економістів. У вітчизняній науці загальнотеоретичні питання незалежності монетарної політики у відкритій економіці, державного суверенітету в умовах глобалізації розробляють українські й російські дослідники В. Д. Базилевич, О. І. Барановський, О. Г. Білорус, А. С. Гальчинський, В. М. Геець, А. А. Гриценко, Т. І. Єфименко, Я. А. Жаліло, С. О. Кораблін, В. Д. Лагутін та ін.

Саме поняття монетарного суверенітету теж видається якщо й недостатньо, то принаймні доволі вивченим, хоча б завдяки наявності дисертаційного дослідження (Дідківська, 2009), виконаного під науковим керівництвом доктора економічних наук, професора О. А. Яременка. У дисертації з позицій трактування суверенітету як практичної діяльності, що провадиться в конкретній інституційній формі, обґрунтовано визначення суверенітету грошово-кредитної політики у відкритій економіці як реалізації сукупності форм і засобів впливу монетарної влади на пропозицію грошей із метою досягнення рівноваги на грошовому ринку в процесі інтеграції у світову господарську систему для забезпечення зовнішньої та внутрішньої незалежності й підтримання конкурентоспроможності національної економіки. Щоправда, дисертація присвячена не монетарному суверенітету, а суверенітету монетарної політики, що, звісно, не одне й те саме: останній, найімовірніше, можна розглядати як частину монетарного суверенітету або його *прояв на практиці*. А проте це дисертаційне дослідження можна вважати вагомим внеском у розроблення проблеми монетарного суверенітету.

Слід зауважити, що питання монетарного суверенітету чи його окремих аспектів також розглядаються в працях інших вітчизняних фахівців (Резнікова, & Відякіна, 2013; Ковальчук, 2015; Лизун, 2017; Панченко, 2017; Шаров, 2019 та ін.) та ін.

Отже, найдокладніше тематика монетарного суверенітету розроблена в працях західних (передусім західноєвропейських) авторів (Mundell, 2001; Zimmermann, 2014), що є цілком закономірним, коли згадати, що концепція монетарного суверенітету спирається на “закон грошей” (*lex monetae* або *lex pecunia*) з римського права (згідно з Оксфордським словником, закон, котрим визначається порядок емісії, використання та володіння грошима у відповідній країні). Щоправда, під останнім здебільшого розуміються саме законодавчі (юридичні) норми приватного права, та й розглядається він у вузькому значенні (як право на встановлення валюти обігу та платежу за окремими видами контрактів) порівняно із сенсом економічної категорії “монетарний суверенітет”. А проте значення традиції опори на *lex monetae* для теоретичного розвитку монетарного суверенітету важко переоцінити, оскільки саме монетарний (грошовий) суверенітет держави є об’єктивним обґрунтуванням використання цього принципу на практиці.

Іншим теоретичним підґрунтям монетарного суверенітету виступає монопольне право суверенних володарів на карбування власної монети (грошової одиниці), відоме як монетна регалія.

Такі автори, як Шарль Луазо (Charles Loyseau, 1566–1627) та Карден Ле Бре (Cardin Le Bret, 1558–1655), також доповнювали концепцію абсолютної монархії “вільним правом змінювати вартість монет, котрі карбуються”, незважаючи на те, що багато юристів (особливо за межами абсолютистської Франції) піддавали таке право сумніву. Зокрема, іспанський єзуїт Хуан де Маріана (Juan de Mariana, 1536–1624) у праці “Про короля та інститут королівської влади” (*De rege et regis institutione*, 1599) відмовляв монархам у такому праві, аргументуючи це тим, що подібна зміна грошової субстанції не виправдано позбавлятиме підданих монарха їхнього власного багатства. Згодом у іншій праці, “Про знецінення монети” (*De monetae mutatione*), яка, між іншим, потрапила до папського Індексу заборонених книжок і призвела до неприємностей зі святою інквізицією, Х. де Маріана вказував, що монети мають дві вартості – природну та юридичну, тобто залежну від вартості металу й від наказу суверена. Утім, на його думку, розумний монарх повинен стежити, щоб вони збігались або принаймні помітно не відрізнялися (Mariana, 2002, с. 547).

Німецький юрист Самуель фон Пуфендорф (Samuel von Pufendorf, 1632–1694) допускав можливість зміни вартості монет лише в надзвичайних випадках, причому вважав, що монарх все одно зобов’язаний відновити їхню вартість, тільки-но з’явиться така можливість. Нарешті, швейцарець Еммеріх де Ваттель (Emmerich de Vattel, 1714–1767) у трактаті “Закон націй” (*Le Droit des Gens*) прямо вказував на те, що монетарний суверенітет не тільки надає монарху права, а й покладає на нього певні обов’язки (Zimmermann, 2013, с. 801–802).

Водночас, незважаючи на поступове зародження та поглиблення міжнародного співробітництва в економічній, зокрема монетарній, царині, ще Дж. С. Мілля визнавав, що у “відносинах навіть найбільш цивілізованих націй зберігається ще так багато варварства, що майже всі незалежні країни вирішили відстоювати свої національні інтереси, попри незручності для себе і своїх сусідів, шляхом використання власної особливої валюти” (Mill, 1885, с. 479), тобто спираючись на свій монетарний суверенітет.

Проблематиці монетарного суверенітету велику увагу приділяють також сучасні західні дослідники, наприклад професор Паризького університету М. Агліетта, котрий розглядає питання монетарного суверенітету в цілій низці праць, написаних самостійно чи разом із іншими авторами (Aglietta, & Orléan, 1998; Aglietta, Ponsot, & Ould-Ahmed, 2016). Так, його спільна з А. Орлеаном робота “Суверенітет грошей” стосується сукупності складних процесів, за допомогою яких гроші повністю приймаються всередині громади. Праця М. Агліетти та А. Орлеана, на думку коментаторів (Grahl, 2000; Gutmann, 2003), є системною спробою побудувати антропологію грошей як необхідний крок у формуванні монетарної теорії ринків на противагу ортодоксальним ринковим теоріям грошей.

Названі автори визначають мету їхнього співробітництва в забезпеченні синтезу своїх попередніх праць про гроші. Але тепер вони пропонують аналіз грошей як стовпа суверенітету, завдяки котрому вони здобувають суспільну довіру, необ-

хідну для їх ефективного функціонування. М. Агліетта й А. Орлеан намагаються інтегрувати два аспекти грошей – здатність спрямовувати насильство, властиве соціальним відносинам, і здатність легітимізувати владу. Звичайно, такий синтез забезпечує багатий ґрунт для багатьох нових поглядів на гроші, яких не може зібрати жоден інший теоретичний підхід.

Цей аналіз повністю змінює концепцію грошей і робить зрозумілішим вплив емоцій при впровадженні колективної валюти євро, що порушило питання національного суверенітету та легітимності нових фінансових установ. При цьому французькі вчені є прихильниками реального спільного бюджету для країн євросони. Професор М. Агліетта розвиває цю тему у своїх подальших публікаціях (Aglietta, 2015). Він та його співавтори також досить активні в інтернеті. Зокрема, у праці, розміщеній на сайті “Social Europe”, професор спільно з політологом Н. Лероном стверджує, що задля публічного блага валюта не може функціонувати без зв'язку з політичною владою, що, у свою чергу, вимагає суверенітету останньої. Тому вони закликають досліджувати не юридичний статус суверенітету в ЄС, а суверенітет як публічну владу (Aglietta, & Leron, 2015).

Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. дала поштовх появі та розвитку сучасної монетарної теорії (Modern Monetary Theory, ММТ), яка намагається кардинально змінити наявні погляди не тільки на природу грошей, а й на монетарний суверенітет, особливо у його практичній площині. ММТ – неортодоксальна наукова концепція, базована на постулатах неокейнсіанства та нового інституціоналізму, згідно з котрими сучасні гроші – фідуціарні (*fiat money*) і їхня вартість визначається емітентом (державою, сувереном), але не у формі прямого наказу приймати гроші за певним номіналом (точніше, навпаки, – продавати товари за певну кількість грошей за їхнім номіналом), а шляхом створення попиту на ці гроші, вимагаючи погашення певних фінансових зобов'язань (насамперед податків) саме цими грошима. Найповніше постулати цієї теорії викладені в монографії Р. Рея “Сучасна монетарна теорія. Приклад макроекономіки для суверенної монетарної системи” (Wray, 2015; Рей 2017).

Теоретичною базою ММТ є передусім державна і кредитна теорії грошей. До основних положень ММТ належать (Mitchell, Wray, & Watts, 2019):

- монополія на грошову емісію (включаючи кредитну) повинна повністю зосереджуватися в руках суверенного уряду¹, без будь-яких монетарних і фінансових обмежень;
- дефіцит державного бюджету можна покривати грошовою емісією, а не доходами, які формуються в межах податкової системи країни;
- обслуговування й погашення державного боргу слід здійснювати за рахунок грошової емісії;
- держава повинна забезпечувати повну зайнятість шляхом нарощування бюджетних витрат урядом;

¹ Під суверенним урядом ММТ розуміє консолідований державний сектор, який реалізує функції казначейства та центрального банку.

- інфляція регулюється виключно заходами податково-бюджетної політики, а не за допомогою інструментарію та каналів грошово-кредитної політики;
- гнучкий валютний курс дає змогу зберегти суверенну незалежність у сфері фінансової і грошово-кредитної політики уряду.

На думку прихильників ММТ, їхній найвагоміший внесок – докладне вивчення координування операцій між урядом та центральним банком, завдання котрого “повернути суверенному уряду власну валюту”, управління якою є головною метою податкової системи. При цьому наголошується, що кожна держава, котра відмовляється від суверенної валюти (маються на увазі насамперед країни еврозони), втрачає здатність підтримувати постійний дефіцит державного бюджету, що обов’язково для держав, які програють у гонці за профіцит зовнішньої торгівлі в рамках протекціоністської політики “розори сусіда” (*beggar thy neighbor*). Вони вважають, що кожен суверенний уряд, котрий емітує власну валюту, не може стати банкрутом за визначенням, оскільки завжди зможе здійснити свої платежі за рахунок додаткової емісії власної валюти. Такий уряд не може бути, з технічної точки зору, обмежений доходами від податків і зборів, бо здатний завдяки грошовій емісії як завгодно довго підтримувати дефіцит бюджету без жодного ризику для своєї платоспроможності. Одночасно автори ММТ пропонують реалізувати грошово-кредитну політику у формі відкритого грошового фінансування (*overt monetary financing*), котре в публіцистиці прийнято називати “друкуванням грошей”, стверджуючи, що зростання грошової маси за рахунок державної емісії не буде інфляційним, якщо уряд нарощуватиме видатки заради залучення в економіку додаткових ресурсів – виробничих і людських.

Таким чином, сучасна монетарна теорія (ММТ), по суті, абсолютизує значення монетарного суверенітету, визнаючи за державою право на необмежену за обсягами емісію власної валюти.

Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр., на думку авторів ММТ, засвідчила, що ортодоксальні макроекономічні погляди мейнстріму були глибоко помилковими, адже всі їхні постулати головним чином приймалися на віру та були, по суті, метафоричними, неспостережними, абстрактними поняттями, які слабо пов’язані з реальним процесами. Варто зауважити, що за доволі прохолодного й доволі скептичного ставлення до ММТ із боку представників макроекономічного мейнстріму окремі елементи цієї теорії таки привертають увагу відповідних інституцій, особливо після удару, котрого завдала глобальній економіці боротьба з пандемією коронавірусу.

Зокрема, у спеціальному дослідженні для європейських парламентарів щодо впливу пандемії на майбутню монетарну політику в еврозоні наводяться не лише помірковані рекомендації ММТ щодо внутрішньої та міжнародної координації дій фінансових і монетарних органів, а й такі радикальні поради, як абсорбція центральним банком публічного боргу (хоча при цьому вказується на загрозу “фінансового домінування”, яке може бути викликане тим, що монетарна політика центрального банку визначатиметься фінансовими потребами уряду (Bonatti, Fracasso, &

Tamborini, 2020, с. 13–15). При цьому визнається, що в широкій перспективі єврозона може опинитися перед трилемою збереження 1) європейської валютної інтеграції, 2) монетарної ортодоксії, тобто мандату центрального банку на цінову стабільність при забороні фінансування суверенного боргу, або 3) фіскальної ортодоксії – національного фіскального суверенітету щодо бюджету та боргових обмежень плюс ринкова дисципліна (Bonatti, Fracasso, & Tamborini, 2020, с. 16). А Президент Європейського центрального банку К. Лагард у березні 2020 р., ще на початку карантинних заходів, у своєму блозі написала те, під чим, можна припустити, підписалися б усі прихильники ММТ: “Грошово-кредитна політика відіграє життєво важливу роль..., повинна підтримувати фінансовий сектор ліквідністю та забезпечувати підтримуючі умови фінансування для всіх секторів економіки. Це однаково стосується приватних осіб, сімей, фірм, банків і урядів. Будь-яке посилення жорсткості умов фінансування збільшить шкоду від коронавірусного шоку в той час, коли економіка потребує більшої підтримки” (Lagarde, 2020).

Група австрійських фахівців, проаналізувавши ефективність монетарної політики США в умовах коронавірусної рецесії, також зауважила: “...без монетарної експансії економічна активність США була б значно нижчою. Іншими словами, до цього часу ФРС США успішно пом’якшувала економічні наслідки кризи COVID-19. Позитивні результати для зростання обсягів виробництва підкріплюються підвищенням прибутковості на фондовому ринку, послабленням умов довгострокового фінансування та депреціацією курсу долара США. Навпаки, вплив на інфляцію й рівень безробіття є статистично незначним” (Feldkircher, Huber, & Pfarrhofer, 2020, с. 3). З чого вони роблять однозначний висновок, по суті, на користь постулатів ММТ: “Аналіз також припускає, що грошово-кредитна політика спричинила посилення знецінення валютного курсу, а отже, посилення зовнішньої конкурентоспроможності економіки США. Навпаки, контрафакти не демонструють істотного впливу на безробіття та інфляцію” (Feldkircher, Huber, & Pfarrhofer, 2020, с. 7).

Аналогічну картину можна побачити й у країнах, що розвиваються. Зокрема, дослідники з Кіншаського університету наголошують: “Грошово-кредитна політика – це лише незначна частина загальної реакції економічної політики. Економічні зриви і стримування COVID-19 впливають на чимало галузей та підприємств набагато більше, ніж інші. Грошово-кредитна політика, яка впливає на економіку в цілому, не може подолати її труднощі самотужки. Ось чому Центральний банк Конго повинен координувати свої дії з діями інших органів. Існує широкий спектр державних програм (багатогалузева програма пом’якшення наслідків надзвичайних ситуацій для COVID-19 у Демократичній Республіці Конго – PMUAIC-19, розроблена для розв’язання різних аспектів коронавірусної кризи). Координація політики – ключ до ефективної реакції та можливість обмежити негативний вплив наслідків коронавірусу. (...) Оптимальне поєднання фіскальної й монетарної політики може пом’якшити негативні економічні наслідки пандемії COVID-19” (Malata, & Pinshi, 2020, с. 6–7).

Стосовно України зауважимо, що, попри прихильність керівництва Національного банку України до монетарної ортодоксії, серед критиків його грошово-кредитної політики дедалі частіше можна почути голоси прихильників підходів у дусі ММТ, котрі стверджують, що “центральный уряд створює гроші через дефіцит бюджету, він не є звичайним користувачем грошей центральних і комерційних банків, навпаки, він є каркасом, на якому формується фінансова система”. Вони вважають, що “монетарна суверенність гривні є понівеченою минулими двома десятиліттями, й поточна політика тільки цементує цей стан. (...) Отже, економіка України потребує досягнення монетарного суверенітету задля реалізації економічної політики, яка приводить до максимальної зайнятості та цінової стабільності” (Вальчишен, Прозоров, & Волошин, 2019). Ця проблема лише поглибилася в умовах коронавірусної кризи, тому “в контексті проблем епідеміологічного й економічного характеру, з котрими сьогодні стикається Україна, вкрай актуальними завданнями є налагодження ефективної координації фінансової та монетарної політики” (Богдан, & Ломакович, 2020).

Таким чином, можна констатувати, що світова наукова думка приділяє достатню увагу питанню монетарного суверенітету, особливо його практичному значенню в сучасних умовах, тобто не тільки праву, а й необхідності використання державою свого монетарного суверенітету для здійснення ефективної політики запобігання фінансовим кризам та нівелювання негативних наслідків боротьби з пандемією коронавірусу. Втім, у вітчизняній науковій літературі ця проблематика висвітлюється доволі рідко та переважно фрагментарно, тобто розглядається, як правило, стосовно окремих (здебільшого практичних) аспектів монетарного суверенітету, наприклад практики грошово-кредитної політики, без їх комплексного аналізу.

1.3.2. Монетарна безпека: світовий досвід використання інструментів монетарної політики для подолання наслідків пандемії COVID-19

Існує вагома теоретична та емпірична аргументація щодо мандату подвійної монетарної політики. Центральні банки повинні прагнути стабілізувати як ціни (або інфляцію), так і випуск (або зайнятість). Інші цілі, такі як фінансова стабільність, ліквідація наслідків кліматичних змін та зменшення нерівності, є в кращому випадку вторинними цілями, для яких доступні кращі інструменти політики. Центральний банк повинен одночасно реагувати на три виклики – забезпечувати економічний стимул, досягати цільових показників інфляції та керувати своїм значно розширеним балансом – при цьому маючи справу з пов'язаними з ними кредитними та політичними ризиками.

Розмір і швидкість пандемії і викликаного стресу вимагали термінової реакції. Традиційна монетарна політика не підходила для цього. Проте центральні банки відіграли важливу роль у зменшенні невизначеності своїми послідовними заходами, такими як розширення операцій з ліквідністю, придбання державних, а в деяких країнах корпоративних облігацій, строкове фінансування – все це забезпечило

достатню ліквідність у банківській системі та ефективне функціонування фінансових ринків.

Разом із діями у сфері регулювання, включаючи поступки щодо вимоги до регулятивного капіталу, це забезпечувало можливість того, щоб фінансова система могла діяти як амортизатор, одночасно послаблюючи тягар обслуговування боргу для фірм та домогосподарств і надаючи нове фінансування для запуску бізнесу.

У сукупності ці заходи макроекономічної політики, спільно з іншими заходами урядової підтримки сфери охорони здоров'я, були успішними.

Аналіз заходів центробанків багатьох країн світу у 2020 р. дає змогу виокремити дві фази – на першій були вжиті апробовані раніше заходи з короткостроковим ефектом, а на другій, коли став очевидним тривалий характер пандемії COVID-19, склалася нова парадигма монетарної політики із середньостроковим ефектом. На першій фазі головна увага приділялася підтримці ліквідності ринків в цілому та бізнесу, а на другій – відновленню фінансування домогосподарств і підприємств. Показово, що поряд із падінням ВВП у 2020 р. в абсолютній більшості країн в окремих країнах відбулося зростання доходів домогосподарств.

Існує значна розбіжність між країнами у співвідношенні ключової ставки та інфляції: в одній групі ключова ставка істотно перевищує темп інфляції, у другій групі країн – навпаки, інфляція набагато вища від ключової ставки, і третя група, де показники наближені один до одного. Україна належить до другої групи країн.

Багато ЦБ переглянули норми обов'язкового резервування у бік полегшення, щоб таким чином звільнити запас ліквідних активів для підтримки кредитування реального сектору економіки.

Зниження ключової ставки не може розглядатися як ефективний захід, якщо не супроводжується розширенням цільового рефінансування банків для стимулювання кредитної активності. Таке фінансування має бути спрямоване на стимулювання кредитної активності шляхом пільгової ставки та прийняття в забезпечення розширеного переліку фінансових інструментів, включаючи кредитні портфелі банків та корпоративні облігації. Заслугує на запровадження програма рефінансування фінансово стійких банків без забезпечення, із заборорою надання довгострокових кредитів банкам, які не є життєздатними і продовжують існувати на ринку лише за умови регулярної підтримки їх ліквідності ЦБ, що не супроводжується підтримкою акціонерів.

До специфічних загроз ефективній монетарній політиці автори відносять: надмірну емісію грошей для покриття державного боргу, розвиток цифрових (електронних) грошей, що може призвести до втрати суттєвого доходу центральних банків від друку грошей (сеньйоражу), а також до послаблення контролю над грошовою масою; помилковість обраної ЦБ моделі прогнозу необхідної грошової маси в обігу; підробку грошових знаків; виштовхування національної валюти надійнішими іноземними валютами.

Для розвинутих країн, які перебувають в умовах дефляції або нульової ключової ставки, готівкові гроші посилили свою функцію збереження вартості. Водночас

зростає контроль з боку держави за використанням грошей громадянами, а також багато країн пережили крах банків і втрату громадянами заощаджень. Тому зростає потреба в накопиченні грошових знаків. Тенденції до заощадження зберігалися протягом ряду років, але були посилені пандемією.

COVID-19 дав потужний поштовх цифровізації платежів і посиленню переходу до безготівкового суспільства. Центральним банкам слід готуватися до запровадження цифрових валют. Розвиток приватних цифрових валют може суттєво зменшити їхні доходи від сеньйоражу, послабити вплив ЦБ та сталість монетарної політики і, можливо, призведе до більшої валютної нестабільності, якщо не будуть створені удосконалені процедури нагляду і регулювання.

Найрадикальнішими заходами монетарної політики видаються

- 1) зниження ключової ставки до рівня інфляції;
- 2) викуп цінних паперів суверена і прийнятих корпорацій через операції на відкритому ринку;
- 3) розширення допустимого забезпечення для операцій з підтримки ліквідності й довгострокового рефінансування за рахунок банківських облігацій, певних облігацій державних підприємств та установ і гарантованих урядом.

Як основні загрози для ефективної монетарної політики виокремлюємо такі: 1) стратегічного характеру, зокрема, помилкові рішення центрального банку щодо зміни обсягу грошової маси внаслідок недостатньої компетенції або політичного тиску на ЦБ; зловживання статусом незалежності ЦБ, розвиток тіньової економіки, що породжує значні обсяги готівкових операцій поза банками; 2) тактичного характеру (підробка грошей та випуск підроблених грошей в обіг; втрата довіри населення до національної валюти як здатної виконувати відповідні функції грошей; виникнення цифрових (електронних) грошей; витіснення національної валюти надійнішою іноземною валютою).

Належний контроль з боку ЦБ за грошовою масою є одним із його мандатів. Вплив пандемії на попит на готівкові гроші змінився одночасно у двох напрямках: скорочення обсягів використання готівки у платежах та заміщення готівки електронними платіжними інструментами. Все це створює нові виклики для ЦБ і породжує нові зв'язки між монетарною політикою і наглядом за платіжними системами.

Показовими є рішення провідних центральних банків світу щодо монетарної політики, які стосуються не стільки інфляції, скільки стимулювання економіки:

Банк Англії (BoE) оголосив 17 вересня 2020 р., що Комітет з монетарної політики (MPC) одноголосно проголосував за те, аби залишити базову ставку банку на рівні 0,1 %, зберігши при цьому цільовий показник для загального обсягу покупок активів відповідно до його кількісної оцінки. Програма пом'якшення (QE) становила 745 млрд ф. ст. Банк попереджав, що зберігався ризик більш стійкого періоду підвищеного безробіття, ніж в центральному прогнозі, при цьому прогнозувалося, що рівень безробіття досягне 7,5 % до кінця 2020 р. Банк Англії підтвердив, що буде продовжувати уважно стежити за ситуацією і готовий скоригувати монетарну

політику відповідно до своїх повноважень. Оголошено про його плани з вивчення того, як можна ефективно реалізувати негативну банківську ставку, якщо прогноз інфляції і обсягу виробництва вимагатиме цього в певний момент протягом цього періоду низьких рівноважних ставок.

Рада керуючих ФРС у Сполучених Штатах оголосила, що процентні ставки залишаться незмінними на рівні близько нуля (0–0,25 %). Більшість членів Федерального комітету з відкритих ринків (FOMC) заявили, що вони очікують зберегти ставки на рівні близько нуля до кінця 2023 р. як мінімум у спробі допомогти економіці відновитися і максимально збільшити кількість робочих місць. ФРС також оголосила, що збільшить свої портфелі казначейських цінних паперів і цінних паперів з іпотечним покриттям, принаймні поточними темпами, щоб підтримувати безперебійне функціонування ринку і сприяти створенню сприятливих фінансових умов, тим самим підтримуючи потік кредитів для населення і бізнесу. Центральний банк у 2020 р. США купував державні цінні папери з темпами 120 млрд дол. на місяць, включаючи 80 млрд дол. у казначейських облігаціях і 40 млрд дол. у вигляді іпотечних цінних паперів. Чиновники ФРС також оновили свої економічні прогнози, зазначивши менший ВВП на 2020 р. (але він зростатиме повільніше у 2021 і 2022 рр. порівняно з попереднім червневим прогнозом), а також нижчий рівень безробіття (–7,6 % до кінця 2020 р. і до 4 % до 2023 р.).

Європейський центральний банк 10 вересня 2020 р. вирішив залишити основну базову ставку рефінансування на рівні 0 %, а також залишити свої ставки за маржинальною кредитною та депозитною лініями незмінними на рівні 0,25 і 0,50 % відповідно. Центральний банк єврозони також вирішив продовжити закупівлі в рамках Програми надзвичайних закупівель на випадок пандемії (РЕРР), викупивши до червня 2021 р. боргових інструментів на суму до 1,35 трлн євро, а Рада керуючих реінвестувала основні платежі з цінних паперів з настанням терміну погашення, придбаних у рамках РЕРР як мінімум до кінця 2022 р. Таким чином, не було реалізовано жодних змін у політиці, хоча президент ЄЦБ К. Лагард визнала, що його РЕРР буде використовуватися повною мірою. Деякі аналітики очікують, що ЄЦБ збільшить повний пакет РЕРР до 1,35 трлн євро до кінця 2020 р., особливо якщо інфляція не відновиться в найближчі кілька місяців.

Практично в усіх країнах органи монетарної політики знизили ключову ставку до історичного мінімуму (табл. 1.6, 1.7 та рис. 1.3–1.5). Слід урахувати, що ключова ставка має багато різновидів назви залежно від її використання у фінансових інструментах¹, і це ускладнює порівняльний аналіз.

Розвинуті країни ще до кризи встановили ключові ставки, наближені до нуля. У 2020 р. абсолютна більшість країн знижували ключові ставки, за винятком Швеції, Туреччини і Киргизстану. Єврозона не переглядала ключову ставку в період

¹ Week Repo Rate, Bank Rate, Base Rate, Benchmark Rate, Cash Rate, Funds Rate, Key Policy Rate, Key Interest Rate, Lending Rate, Loan Prime Rate, Monetary Policy Rate, Policy Repo Rate, Reference Rate, Repo Rate, Repurchase Rate, Policy Rate, Target ON Rate, Refinancing Rate, ON Deposit Rate, Main Rate, Central Bank Rate, Discount Rate, Policy Rate, Discount Rate, Central Bank Rate.

Таблиця 1.6

Аналіз змін ключових ставок органів монетарної політики у країнах ОЕСР у 2020 р.

Юрисдикція	Ключова ставка (КС), %	Зміна, в. п.	Дата зміни	Інфляція: вересень 2020, %	КС / Інфляція, %
Аргентина	36,00	–1,00	15.10.2020	36,60	98,36
Австралія	0,10	–0,15	03.11.2020	0,70	14,29
Бразилія	2,00	–0,25	05.08.2020	3,92	51,02
Канада	0,25	–0,50	27.03.2020	0,50	50,00
Чилі	0,50	–0,50	31.03.2020	3,00	16,67
Китай	3,85	–0,20	20.04.2020	1,70	226,47
Чехія	0,25	–0,75	07.05.2020	3,20	7,81
Данія	0,05	–0,15	19.01.2015	0,60	8,33
Єврозона	0,00	–0,05	10.03.2016	–0,30	0,00
Угорщина	0,60	–0,15	21.07.2020	3,40	17,65
Ісландія	1,00	–0,75	20.05.2020	3,60	27,78
Індія	4,00	–0,40	22.05.2020	7,34	54,50
Індонезія	4,00	–0,25	16.07.2020	1,44	277,78
Ізраїль	0,10	–0,15	06.04.2020	–0,70	–14,29
Японія	–0,10	–0,10	29.01.2016	0,00	–
Мексика	4,25	–0,25	24.09.2020	4,09	103,91
Нова Зеландія	0,25	–0,75	16.03.2020	1,40	17,86
Норвегія	0,00	–0,25	07.05.2020	1,60	0,00
Польща	0,10	–0,40	28.05.2020	3,00	3,33
Росія	4,25	–0,25	24.07.2020	4,00	106,25
Саудівська Аравія	1,00	–0,75	16.03.2020	5,70	17,54
Південна Корея	0,50	–0,25	28.05.2020	0,10	500,00
Південна Африка	3,50	–0,25	23.07.2020	3,00	116,67
Швеція	0,00	0,25	19.12.2019	0,40	0,00
Швейцарія	–0,75	–0,50	15.01.2015	–0,60	125,00
Туреччина	10,25	2,00	24.09.2020	11,89	86,21
Великобританія	0,10	–0,15	19.03.2020	0,50	20,00
США	0,25	–1,00	15.03.2020	1,40	17,86

Складено за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com/>; Inflation Rate. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 1.7

Група країн із значним перевищенням ключової ставки над інфляцією, %

Юрисдикція	Ключова ставка (КС), %	Зміна, в. п.	Дата зміни	Інфляція: вересень 2020, %	КС / Інфляція, %
Йорданія	2,50	-1,00	16.03.2020	0,10	2500,00
Тринідад і Тобаго	3,50	-1,50	17.03.2020	0,60	583,33
Південна Корея	0,50	-0,25	28.05.2020	0,10	500,00
Монголія	8,00	-1,00	19.09.2020	1,70	470,59
Вірменія	4,25	-0,25	15.09.2020	1,30	326,92
Мозамбік	10,25	-1,00	17.06.2020	3,20	320,31
Індонезія	4,00	-0,25	16.07.2020	1,44	277,78
Єгипет	8,75	-0,50	25.09.2020	3,70	236,49
Україна	6,00	-2,00	11.06.2020	2,60	230,77
Китай	3,85	-0,20	20.04.2020	1,70	226,47
Азербайджан	6,50	-0,25	18.09.2020	2,90	224,14
Грузія	8,00	-0,25	05.08.2020	3,80	210,53
Ботсвана	3,75	-0,50	08.10.2020	1,80	208,33

Складено за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com/>; Inflation Rate. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>

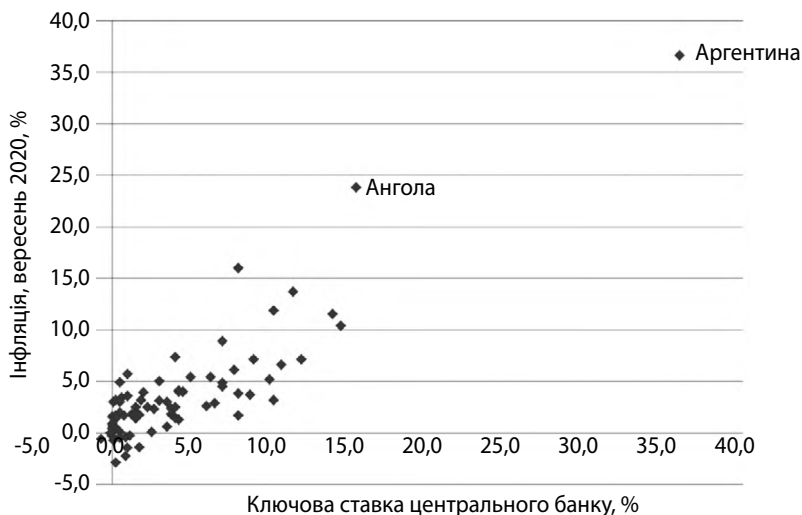


Рис. 1.3. Розподіл країн за рівнем ключової ставки та інфляції у 2020 р.

Побудовано за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com/>; Inflation Rate. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

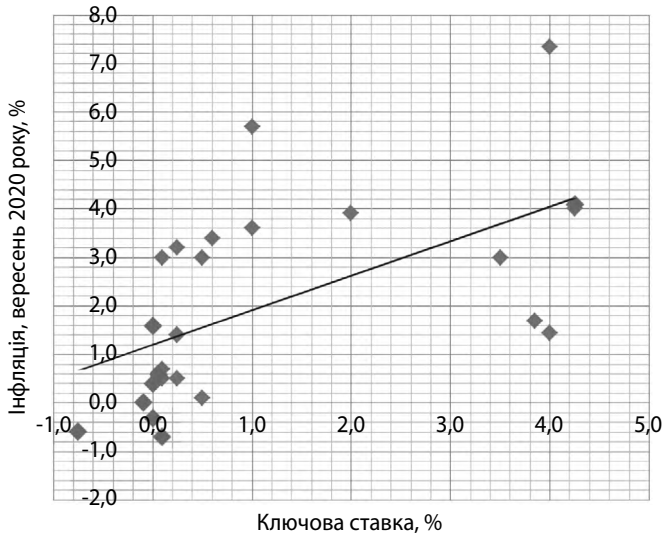


Рис. 1.4. Розподіл країн G20 за рівнем ключової ставки та інфляції, за винятком Аргентини і Туреччини у 2020 р.

Побудовано за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com/>; Inflation Rate. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

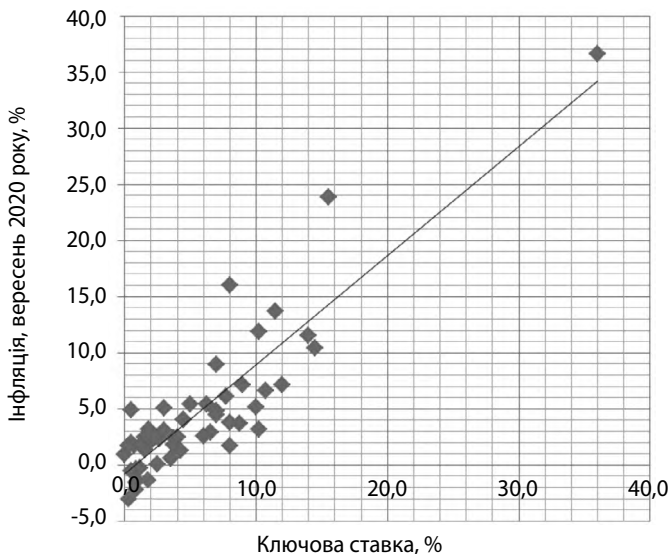


Рис. 1.5. Розподіл інших країн за рівнем ключової ставки і інфляції, включно з Аргентиною і Туреччиною у 2020 р.

Побудовано за: Worldwide Central Bank Rates. URL: <http://www.cbrates.com/>; Inflation Rate. URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>.

пандемії, аналогічно вчинили Швеція, Болгарія і Ямайка. Від'ємні ключові ставки зберігали Швейцарія і Данія, а євროзона – на нульовому рівні. США мали ставку в діапазоні 0,0–0,25 %.

Як зазначалося, Україна належить до групи країн, де інфляція істотно вища від ключової ставки. Наведена інформація про цю групу показує неоднорідність вибірки за рівнем розвитку і масштабів економіки.

У Бразилії ЦБ знизив ключову ставку на 225 б. п. із середини лютого до історичного мінімуму в 2 %.

Прикладом багаторазового зниження ключової ставки є Азербайджан. У першій половині 2020 р. на його економіку негативно вплинула комбінація пандемії COVID-19 та обвалу цін на нафту:

- 19 березня ЦБ Азербайджану залишив ставку рефінансування незмінною на рівні 7¼ %, але підняв нижню частину коридора процентних ставок на 125 б. п. до 6¾ %;
- 1 травня ЦБ знизив межу коридора процентних ставок на 100 б. п. до 8 %;
- 19 червня ЦБ знизив ставку рефінансування на 25 б. п. до 7 %, знизив стелю коридора процентних ставок до 7½ % та знизив стелю коридора на 25 б. п. до 6½ %;
- 30 липня ЦБ знизив ставку рефінансування на 25 б. п. до 6¾ %, аналогічним чином змістивши підлогу та стелю коридора вниз на 6¼ та 7¼ % відповідно;
- 18 вересня ЦБ знизив ставку рефінансування на 25 б. п. до 6½ %, аналогічно скоригувавши ставки, підтримуючи коридор відсоткової ставки ± 50 б. п.

ЦБ може збільшити пропозицію грошей, знизивши вимоги до резервів для банків, що дає їм можливість позичати більше грошей, і навпаки, підвищуючи вимоги до резервів банків, ЦБ може зменшити розмір грошової маси.

Багато ЦБ переглянули норми обов'язкового резервування у бік полегшення, щоб таким чином звільнити запас ліквідних активів для підтримки кредитування реального сектору економіки. Цей захід був не таким популярним, оскільки ці норми перебувають на мінімальному рівні. Наприклад, у Хорватії ЦБ зменшив норми обов'язкових резервів з 12 до 9 %, у Польщі – з 3,5 до 0,5 % та змінив процентну ставку за обов'язковими резервами до рівня ключової ставки, у Таджикистані знизив у квітні коефіцієнти обов'язкових резервів з 3 до 1 % для депозитів у національній валюті та з 9 до 5 % у іноземній валюті, у Молдові зменшив коефіцієнт обов'язкових резервів у національній валюті до 32,0 %, тоді як коефіцієнт обов'язкових резервів у вільно конвертованих валютах збільшився до 30,0 %.

Експерти ЦБ Іспанії та ЄЦБ дослідили вплив програм цільових операцій Євросистеми з довгострокового рефінансування (TLTRO) на кредитну політику 130 банків євросони, розрізняючи прямі та непрямі ефекти (Andreeva, & García-Posada, 2020). Прямі наслідки мали місце, оскільки банки-учасники розширювали пропозицію своїх позик через нижчі граничні витрати, пов'язані з TLTRO. Непрямий вплив на зміну конкурентного середовища на кредитному та депозитному ринках банків є апріорі неоднозначним. TLTRO – це ліквідність, що забезпечує

операції ЦБ з терміном погашення до чотирьох років. Ця програма була оголошена у червні 2014 р. в контексті повільного економічного зростання, слабкого прогнозу інфляції та слабкої монетарно-кредитної динаміки в єврозоні. На відміну від попередніх програм, TLTRO явно націлювалася на кредитування реальної економіки і була розроблена для зменшення стимулів для банків використовувати ліквідність для придбання державного боргу.

Основним відходом від стандартної моделі експертів є припущення: банк сприймається як ризикований, що призводить до вищих витрат на фінансування. Таким чином необмежене надання підтримки ліквідності дало змогу оцінити вплив на ризикований банк, який позичає у ЦБ, і непрямий вплив на його конкурента, безпечний банк. При цьому вартість позики TLTRO перевищує витрати на депозитне фінансування безпечного банку, але цей оптовий ресурс є привабливим для його ризикованого конкурента. Завдяки рефінансуванню від ЦБ ризикований банк може фінансувати частину свого кредитного портфеля за допомогою TLTRO, а не за рахунок дорожчих депозитів.

З одного боку, конкуренція на кредитному ринку посилюється. TLTRO, зменшуючи граничні витрати на фінансування ризикованого банку, дають йому змогу більш агресивно конкурувати на ринку позик. З другого боку, конкуренція на депозитному ринку послаблюється, оскільки ризикований банк замінює деякі депозити фінансуванням TLTRO. Результати цього дослідження свідчать про сильний непрямий вплив TLTRO на кредитні стандарти. У випадку позик нефінансовим корпораціям збільшення стандартного відхилення в TLTRO, що застосовується конкурентами банку, призводить до збільшення на 5,3 в. п. ймовірності того, що воно послаблює загальні кредитні стандарти. Вплив на кредит для великих фірм та позик домогосподарствам для придбання житла є ще потужнішим, що призводить до збільшення ймовірності пом'якшення кредитних стандартів на 8,8 в. п.

Ці ефекти зосереджені в банках з низькою часткою ринку, які стикаються з високим конкурентним тиском, що свідчить про вирішальну роль конкуренції на кредитному ринку. TLTRO не призводять до надмірного ризику. Загалом результати вказують на те, що TLTRO генерують позитивні зовнішні ефекти фінансування для банків, котрі не подають заявки.

Хорватський національний банк забезпечив додаткову ліквідність, підтримав ринок державних цінних паперів і тимчасово послабив регуляторне навантаження на банки. Ліквідність забезпечувалася за допомогою структурного репо, що застосовувався вперше з грудня 2018 р. (5 років, сума 3,8 млрд кун, фіксована процентна ставка 0,25 %). Європейський центральний банк і ХНБ домовились про лінію свопу на 2 млрд євро. Угода діяла до кінця червня 2021 р.

ЦБ Бразилії запровадив механізм надання позик фінансовим установам під забезпечення боргу облігаціями приватних корпорацій.

Банк Південної Кореї (ВСК) вжив заходи для забезпечення безперервних пристосувальних монетарних умов та сприяння ліквідності фінансової системи. Сюди

входять 1) зниження базової ставки на сукупні 75 б. п. з 1,25 до 0,5 %; 2) надання необмежених сум через операції на відкритому ринку (ОМО); 3) розширення переліку прийнятних учасників ОМО, включаючи вибрані небанківські фінансові установи; 4) розширення допустимого забезпечення ОМО за рахунок банківських облігацій, певних облігацій державних підприємств та установ та гарантованих урядом інструментів, випущених державною установою КНФС; 5) пом'якшення вимог щодо забезпечення чистих розрахунків у платіжній системі ВОК; 6) придбання казначейських облігацій Республіки Корея (6,0 трлн корейських вон, додаткові закупівлі на 5,0 трлн оголошені до кінця 2020 р.). Щоб збільшити доступне фінансування для МСП було запущено програму кредитування банків на загальну суму 18 трлн вон (близько 0,9 % ВВП), знижено процентну ставку до 0,25 % (з 0,5–0,75 %). 22 квітня 2020 р. оголошено додаткові заходи на загальну суму 25 трлн вон (1,3 % ВВП), головним чином шляхом створення спеціального механізму придбання корпоративних облігацій та комерційних паперів (10 трлн вон).

Для підтримки надання кредитів, особливо МСП, Резервний банк Австралії (РБА) створив у березні 2020 р. Фонд строкового фінансування (ТФФ) на суму 90 млрд австрал. дол., щоб банки отримали доступ до трирічного фінансування за ставкою 25 б. п. до вересня 2020 р. Згодом РБА розширив ТФФ до 200 млрд дол. і продовжив доступ до коштів програми до червня 2021 р.

У Грузії ЦБ запустив новий інструмент управління ліквідністю для підтримки фінансування МСП, який складається з двох компонентів: перший – для комерційних банків, які отримують підтримку ліквідності в обмін на іпотеку; другий – для мікрофінансових організацій.

ЦБ можуть впливати на пропозицію грошей, проводячи операції на відкритому ринку. При відкритих операціях ЦБ купує та продає державні цінні папери на відкритому ринку. Якщо ЦБ прагне збільшити пропозицію грошей, то придбає державні облігації, і навпаки.

Політика кількісного послаблення (quantitative easing – QE) поширилась під час світової фінансової кризи як інструмент розширення балансів ЦБ шляхом прямого фінансування державного, корпоративного та банківського боргу. Центральні банки стають кредиторами уряду, але хоча вони є невід'ємними учасниками формування макроекономічної політики, вони не стають складовою уряду.

Пандемічна програма ЄЦБ з надзвичайних ситуацій (РЕРР) – це нестандартний захід монетарної політики, започаткований у березні 2020 р. з метою протидії серйозним ризикам для механізму передачі монетарної політики та перспектив розвитку єврозони, спричинених спалахом коронавірусу (COVID-19)¹. РЕРР – програма тимчасового придбання активів цінних паперів приватного та державного секторів (табл. 1.8). Усі категорії активів, прийнятні за програмою придбання активів (АРР), також передбачені за новою програмою. Відповідно до РЕРР відмову від вимог до участі в програмі буде надано для цінних паперів, випущених урядом Греції. Крім

¹ Pandemic emergency purchase programme (PEPP) / ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

того, нефінансові комерційні папери тепер мали право купувати в рамках як РЕПР, так і програми придбання корпоративного сектору (CSPP). Залишковий термін погашення цінних паперів державного сектору, які можна придбати згідно з РЕПР, коливався від 70 днів до максимум 30 років та 364 днів.

Для придбання цінних паперів державного сектору в рамках РЕПР розподіл контрольних показників між юрисдикціями мав стати ключовим засобом національних ЦБ. Водночас закупівлі здійснювалися гнучко. Це давало змогу маневрувати в розподілі потоків закупівель із часом, між класами активів та між юрисдикціями. Було передбачено, що Рада керуючих ЄЦБ припинить придбання чистих активів у рамках РЕПР після того, як переконається, що фаза кризи COVID-19 закінчена, але в будь-якому разі не раніше кінця червня 2021 р. Виплата основної суми з цінних паперів, придбаних за програмою, мала бути реінвестована принаймні до кінця 2022 р. Попри це, майбутнє згортання портфеля РЕПР давало можливість уникнути втручання у відповідну монетарну позицію.

Таблиця 1.8

Перелік щомісячних нетто-купівель за програмою РЕПР у 2020 р.

Місяць	Щомісячні закупівлі	Кумулятивні чисті закупівлі
Березень	15 444	15 444
Квітень	103 366	118 811
Травень	115 855	234 665
Червень	120 321	354 986
Липень	85 423	440 409
Серпень	59 466	499 876
Вересень	67 308	567 183
Жовтень	61 985	629 169

Складено за: Pandemic emergency purchase programme (PEPP). URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

На 6 листопада 2020 р. портфель цінних паперів у рамках програми становив 641,64 млрд євро. Сукупні щомісячні показники чистих покупок дорівнювали різниці між вартістю придбання всіх операцій з купівлі та погашеними номінальними сумами.

ЦБ Угорщини (Magyar Nemzeti Bank, MNB) розпочав програму придбання державних цінних паперів та іпотечних облігацій 4 травня 2020 р.¹ Стратегічні па-

¹ The MNB to launch its government securities and mortgage bonds purchase programmes on 4 May. 2020. April 28. URL: <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2020/the-mnb-to-launch-its-government-securities-and-mortgage-bonds-purchase-programmes-on-4-may>.

раметри програми їх придбання встановлювалися з урахуванням особливостей Угорщини та практики ЄЦБ. Покупки MNB мали відбуватися на вторинному ринку. Щотижневі покупки та транзакції, які не входили до сфери аукціонів, зробили операції гнучкими. Крім банків, які відігравали ключову роль на ринку державних цінних паперів, MNB залучив до програми інвестиційні фонди через провідних менеджерів з управління активами. Другий етап програми придбання іпотечних облігацій був оголошений зі стратегічними параметрами, переважно ідентичними стратегічним параметрам успішної програми 2018 р.

Програми придбання державних цінних паперів та іпотечних облігацій добре вписувалися в набір інструментів ЦБ, і, утворюючи гнучку структуру, також давали змогу MNB впливати на монетарні умови на довшій частині кривої дохідності. Програми придбання активів доповнювали інші програми ЦБ, що впливали на довгострокову прибутковість, зокрема програму “Фінансування для зростання” і Програму фінансування облігацій для зростання, а тому їх можна розглядати як ключові інструменти підтримки ефективної грошової передачі.

Програма державних цінних паперів MNB включала угорські державні цінні папери з фіксованою ставкою. MNB не обмежував строки погашення державних цінних паперів, що підлягали придбанню, проте покупки мали зосереджуватися на цінних паперах із терміном погашення не менше 3 років. Аби запобігти тому, щоб MNB став домінуючим учасником ринку стосовно цієї серії державних цінних паперів, сума, котру слід придбати з будь-якої серії цінних паперів, не могла перевищувати 33 % інструментів, що перебували в обігу, відповідно до практики ЄЦБ.

Згідно з нормами Угорщини та ЄС і практикою провідних ЦБ придбання державних цінних паперів MNB здійснювалося на вторинному ринку на регулярних щотижневих аукціонах та в операціях поза аукціонами. ЦБ прагнув залучити до програми ключових учасників із точки зору ринкової діяльності. Отже, крім банків, які відіграють важливу роль на ринку державних цінних паперів, інвестиційні фонди також брали участь у програмі через провідних менеджерів з активів.

Одночасно з цією програмою придбання державних цінних паперів MNB відновив програму придбання іпотечних облігацій, що сприяло забезпеченню ліквідності на ринку іпотечних облігацій у 2018 р. та ефективно знизило ринкову дохідність, створюючи сприятливі умови для емісії первинного ринку. Програма продовжувала включати довгострокові іпотечні облігації з фіксованою ставкою із загальною сумою 50 % випущеного запасу. Цього разу MNB мав здійснювати покупки на первинному та вторинному ринках.

У відповідь на шок від COVID-19 багато ЦБ країн з ринковою економікою, що розвиваються, запустили програми купівлі облігацій у місцевій валюті для вирішення проблем, пов'язаних з ринком для таких інструментів, сигналізуючи про те, що вони готові взяти на себе роль покупця останньої інстанції. Дохідність облігацій у національній валюті значно впала після оголошень програми, не надто вплинувши на обмінний курс. Ці позитивні початкові реакції на ринку свідчили про те,

що програми мали успіх у відновленні довіри інвесторів і не призвели до вищих інфляційних очікувань, наприклад, через сприйняття ризиків фіскального домінування.

Ринкові реакції в країнах різнилися залежно від початкових умов у кожній юрисдикції, а також обсягу, масштабу та зв'язку програм придбання облігацій. Аналіз, проведений експертами БМР, показав, що заходи справді допомогли стабілізувати ринки облігацій (Arslan, Drehmann, & Hofmann, 2020). Проте фактичний вплив на ринок у країнах не був однаковим, вказуючи на важливу роль як для початкових умов, так і для того, як було розроблено заходи.

Ринкові реакції не свідчать про те, що запуск нових заходів призвів до сприйняття ризиків фіскального домінування чи масштабного монетарного пом'якшення, що зумовило б збільшення дохідності облігацій та зниження обмінного курсу, на відміну від реальних подій. Відсутність таких наслідків, імовірно, відображає чітко визначений обсяг програм, явно спрямованих на відновлення довіри до ринків, а не на надання грошового стимулу, не говорячи вже про грошове фінансування бюджетного дефіциту. Однак, сприяючи стримуванню зростання дохідності облігацій, ці заходи також надали підтримку економіці країн під час пандемічного шоку.

ЄЦБ активно використовував нетрадиційні інструменти монетарної політики¹: операції з довгострокового рефінансування (PELTRO), операції з довгострокового рефінансування (LTRO), а також TLTRO, APP та PEPP. Якщо LTRO забезпечує ліквідність, то TLTRO спрямовано на стимулювання банків кредитувати реальну економіку. PELTRO та PEPP безпосередньо пов'язані з COVID-19, PELTRO є операцією з рефінансування, як LTRO, тоді як PEPP є програмою придбання активів. Такі нетрадиційні заходи значно збільшували баланс ЄЦБ, що підвищувало ризик довгострокових зобов'язань. Однак передбачалося, що PEPP буде скасовано, щоб уникнути втручання в монетарну політику в майбутньому, а в операціях з рефінансування зберігалися високі показники ліквідності, котрі підтримували банківське кредитування домогосподарств та фірм у рамках TLTRO. Але заходи монетарної політики з березня 2020 р. дали змогу переконатися, що інфляція "рухається до своєї мети"². Це відповідало головній цілі ЄЦБ – підтримати цінову стабільність для захисту вартості євро. Згідно із законом про європейську систему центральних банків (ст. 119, 127), забороняється овердрафт та звужуються кредитні можливості для уряду, а також не дозволяється пряма купівля державних облігацій уряду.

Важливо визнати тісну взаємодію монетарної і фіскальної політик особливо в умовах системних криз. Нетрадиційна монетарна політика, можливо, перевела взаємодію монетарно-фіскальної політики з монетарного домінування з незалежними ЦБ до фіскального домінування, коли ЦБ змушений підтримувати фіскальну

¹ Economic and Monetary Developments / European Central Bank. *Economic Bulletin*. 2020. No. 6. September 24. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/html/eb202006.en.html>.

² Ibid.

політику і фінансове домінування вимірюється часткою державного боргу, котру потрібно підтримати згідно з монетарною політикою (Haan, & Eijffinger, 2016). В умовах фінансового домінування політика QE тисне на інфляцію через зменшення добробуту домогосподарств, але під монетарним домінуванням QE збільшує інфляцію, оскільки короткострокові інтереси є визначальними (Hollmayr, & Kühl, 2019). Центральний банк може проводити монетарну політику, в якій QE є інструментом, що відповідає фінансовій політиці, не керуючись формально нею, розширюючи баланси ЦБ зі збільшенням запасів державних облігацій доти, доки мотивом є вирішення проблем з грошовою передачею¹.

Стосовно побоювань, ніби QE призведе до монетизації державного боргу через фінансове домінування, то І. Шнабель, член виконавчого комітету ЄЦБ, заявив, що Банк є прихильником монетарного домінування і не підтримує низькі процентні ставки, щоб спростити урядам фінансування свого боргу (Schnabel, 2020). Також керівник ЄЦБ підкреслив, що, навпаки, – фінансова політика стосовно нейтралізації впливу COVID-19 посилює ефективність монетарної політики та пом'якшує довгострокові видатки внаслідок пандемії.

Отже, під час кризи COVID-19 виявилась сильна взаємодоповнюваність між фінансовою та монетарною політикою за умови використання інструментів підтримки кредитування реального сектору. Криза такого масштабу потребувала подвійної скоординованої відповіді інструментами обох політик.

ЄЦБ залишався відданим своєму мандату щодо стабільності цін, використовуючи інструменти QE, визнаючи важливість цільових інвестицій для сталого зростання. І. Шнабель (Schnabel, 2020) підкреслював, що в умовах низьких процентних ставок існують сильні взаємодоповнення між фінансовою та грошово-кредитною політикою, які можуть допомогти вивести економіку єврозони з поточної пастки зі слабким зростанням і низькою інфляцією. За зниженням процентної ставки Шнабель убачав уповільнення зростання продуктивності праці, старіння суспільства та глобальні надлишкові заощадження, а це означало, що для стимулювання зростання та інвестицій необхідні дедалі нижчі процентні ставки, що роки слабого сукупного попиту та цінового тиску змусили ЦБ у всьому світі знайти додаткові інструменти, які могли б забезпечити політику, коли їхні основні ставки були наближені до нуля.

Нові хвилі пандемії створювали нову невизначеність. За оцінками фахівців ЄЦБ, економіка єврозони відновила половину зниження від початку пандемії до III кв. 2020 р., і повне відновлення мало бути досягнуте до кінця 2022 р. (падіння на 8 % у 2020 р. та зростання на 5 % у 2021 р. та на 3,2 % у 2022 р.) (Mersch, 2020).

Наведені далі заходи органів регулювання банків не мали прямого стосунку до монетарної політики, але органічно її доповнювали. З 1 квітня 2020 р. ЦБ Чехії пом'якшив граничні коефіцієнти для нових іпотечних кредитів, збільшуючи мак-

¹ COVID-19 and Economic Policy Toward the New Normal: A Monetary-Fiscal Nexus after the Crisis? *Monetary Dialogue Papers*. 2020. November. URL: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/214965/01.%20CASE_final.pdf.

симально рекомендований коефіцієнт LTV (співвідношення суми кредиту до вартості нерухомості) з 80 до 90 %, коефіцієнт DSTI (покриття доходами витрат на обслуговування боргу) – з 45 до 50 %, вилучив коефіцієнт DTI (співвідношення боргу і доходів) зі списку рекомендацій (раніше встановленого кратним 9). 18 червня 2020 р. ЦБ взагалі скасував коефіцієнт DSTI.

В Угорщині 7 квітня було оголошено нову програму кредитування МСП (FGS GO!) зі збільшеними сумами та підвищенням субсидій на проценти. Було також вжито заходи щодо надання фінансової допомоги домогосподарствам і корпоративним позичальникам, зокрема: надання пільгового періоду погашення позик Фонду фінансування зростання (субсидоване кредитування МСП за підтримки MNB); продовження короткострокових позик для підприємств до 30 червня; мораторій на погашення всіх наявних позик, корпоративних та роздрібних, до кінця 2020 р., з подальшим перепрофілюванням виплати боргу, щоб уникнути збільшення щомісячних платежів; обмеження середньорічної процентної ставки за новими незабезпеченими споживчими кредитами за базовою ставкою центрального банку (на той час 0,9 %) плюс 5 %. 20 вересня уряд продовжив мораторій на погашення боргу на шість місяців для окремих груп. Щодо макропруденційних заходів: 1) коефіцієнт покриття іноземної валюти (FECR), який встановлює обмеження на різницю між активами, деномінованими у Forex, та зобов'язаннями кредитних установ у відсотках від загальної суми активів, було зменшено з 15 до 10 %; 2) з 1 липня 2020 р. тимчасово скасовано вимогу щодо додаткового буфера капіталу для системно важливих банків. Нормативні пункти щодо незадоволених резервних вимог було скасовано 8 вересня.

У Республіці Корея було виділено додаткові кошти для кредитування МСП (10 трлн вон) та оголошено про фінансову підтримку експортерів і окремих галузей. 8 квітня оголошено пакет заходів на загальну суму 36 трлн вон (1,9 % ВВП) для полегшення обмежень у фінансуванні експортерів, включаючи збільшення обсягу та терміну погашення торгового кредиту, розширення торгового страхування.

У Нідерландах банкам, які перебували під безпосереднім наглядом ЦБ (DNB), також дозволялося виключати певні ризики центрального банку при обчисленні їхніх коефіцієнтів важеля. Крім того, було відкладено заплановане запровадження мінімального значення для зважування ризиків іпотечного кредиту. У свою чергу, найбільші нідерландські банки погодились надати МСП шестимісячне відстрочення повернення кредитів. Щоб захистити власників будинків, уряд та відповідні зацікавлені сторони домовились, що до 1 липня 2020 р. не відбуватиметься стягнення застав. З 1 липня власникам будинків, які стикалися з фінансовими труднощами, пропонувалося звернутися до кредиторів для отримання гнучкіших умов на період, що охоплював триваючу економічну кризу. 6 жовтня прийнято закон про сприяння реструктуризації боргу для компаній, які стикалися з фінансовими труднощами. Закон мав на меті запобігання банкрутству.

Національна асамблея Словенії 20 березня прийняла закон, що дозволяв відстрочити виплату позик як мінімум на 12 місяців (основного боргу та про-

центів) і стосувався підприємств і частини домогосподарств, які стикалися з проблемами ліквідності, пов'язаними з епідемією COVID-19. На кінець липня банки отримали близько 23 тис. заявок із сукупною відстроченою сумою, яка сягала близько 330 млн євро. Влада також видала державну гарантію на суму 2,2 млрд євро для покриття позик, наданих небанківським корпораціям для полегшення доступу до кредитування, з першими гарантованими державою позирами із середини липня. Ключові заходи Словенії включали такі: 1) фірмам та фізичним особам, для котрих це прийнятно, дозволено отримувати відстрочки повернення банківських позик терміном до 12 місяців; 2) ЦБ поширив усі заходи ЄЦБ на всі банки та ощадні каси Словенії; 3) уряд обмежив розподіл прибутку в банках та ощадних касах; 4) Рада міністрів зменшила максимальний рівень дозволених комісій за банківські рахунки, з більшим зниженням для груп, що перебували в неблагополучному становищі; 5) ЦБ дозволив банкам тимчасово виключати зниження доходів, спричинене епідемією, під час розрахунку кредитоспроможності.

Уряд Іспанії розширив до 100 млрд євро державних гарантій для фірм та самозайнятих, котрий охоплював як позики, так і комерційні папери середніх компаній, що брали участь в альтернативному ринку фіксованого доходу Іспанії (MARF); запустив нову лінію гарантій Instituto de Crédito Oficial (ICO) для сприяння інвестиційній діяльності, зокрема у сферах екологічної стійкості та оцифрування (40 млрд євро); створив державний фонд порятунку для підтримки стратегічного бізнесу (10 млрд євро); надав 2 млрд євро державних гарантій для експортерів через Іспанську експортно-страхову кредитну компанію; запровадив гарантії щодо продовження строку позики фермерам, які користувалися спеціальними кредитними лініями на посуху 2017 р.; ввів низку гарантій для надання фінансової допомоги на витрати на житло для вразливих домогосподарств (1,2 млрд євро), а також додаткові гарантії позик для МСП та самозайнятих через Compañía Española de Reafianzamiento (1 млрд євро). Інші заходи охоплювали додаткове фінансування кредитних ліній ICO (10 млрд євро); позики через Державний фінансовий фонд для конкурентоспроможності туризму (FOCIT) з метою сприяння стабільності в туристичному секторі (515 млн євро); розширення кредитних ліній ICO для туристичного сектору (200 млн євро); позики для промислового сектору з метою сприяння цифровій трансформації та модернізації (123,5 млн євро); тимчасовий дозвіл ICO брати участь як покупцю нових комерційних паперів, випущених у MARF; тримісячний мораторій на виплату іпотечних кредитів для найбільш незахищених верств населення, включаючи домогосподарства, самозайнятих та власників будинків, які здали їх у заставу; мораторій на орендні платежі для вразливих орендарів, орендодавець яких є великим державним або приватним власником житла; мораторій на неіпотечні позики та кредити, у т. ч. споживчі кредити, для найбільш незахищених верств населення; призупинення сплати процентів та погашення позик, наданих Державним секретаріатом з питань туризму, на один рік без необхідності попереднього запиту; відстрочене по-

гашення позик, наданих бізнесу Міністерством промисловості, торгівлі та туризму; посилення спроможності товариств взаємних гарантій автономних спільнот; відстрочка платежів за певними позиками, наданими Інститутом диверсифікації та економії енергії (IDAE); прийняття механізму переукладення та відстрочення оренди господарських приміщень; зниження нотаріальних зборів за новаци неіпотечних позик; заборона коротких продажів іспанських акцій на фондовому ринку з 16 березня по 18 травня 2020 р.; дозвіл на спеціальний урядовий скринінг ПП у стратегічних секторах; прийняття нового інструменту макропруденційної ліквідності, який надавав Національній комісії з ринку цінних паперів право змінювати вимоги, що застосовувалися до керуючих компаній за програмами колективних інвестицій; надання повноважень виступати в ролі перестраховальника кредитних страхових ризиків; обмежені в часі зміни до систем корпоративного врегулювання з метою зменшення випадків неплатоспроможності. Крім того, Банк Іспанії передбачав застосовувати до банків, які контролював, гнучкий підхід, що надавався правовою системою стосовно встановлення перехідних періодів та проміжних мінімальних вимог щодо власних коштів та допустимих зобов'язань (MREL), і банкам було дозволено застосовувати експертне судження для класифікації кредитних ризиків збиткового впливу.

У Казахстані для підтримки банків та економіки з моменту введення надзвичайного стану регулятор знизив коефіцієнти ризику (для МСП із 75 до 50 %, для валютних позик з 200 до 100 %, для синдікованих позик від 100 до 50 %); розширив перелік придатних застав; знизив буфер збереження капіталу (на 1 в. п.); зменшив вимогу щодо коефіцієнта покриття ліквідності (з 80 до 60 %) та знизив ліміти на позиції в іноземній валюті.

У Бельгії було відстрочено погашення боргу перед банками постраждалих домогосподарств та компаній до 30 вересня 2020 р., а паралельно зі зміною схеми гарантування банківської позики мораторій на обслуговування боргу за банківськими позиками було продовжено до кінця грудня 2020 р.

Парламент Кіпру 29 березня прийняв закон, що передбачав загальний мораторій на виплату позик для всіх кредитоспроможних позичальників до кінця грудня 2020 р.

ЦБ Бразилії дозволив банкам зменшити резерви під умовні зобов'язання за умови надання коштів МСП.

У Гонконзі ключові заходи щодо надання фінансової допомоги включали введення низькопроцентних позик для МСП зі 100-відсотковою державною гарантією (70 млрд гонконгських доларів), підвищення з 80 до 90 % гарантії державою шляхом залучення максимальної суми позики та розширення охоплення фірм, попередньо затверджених канікул зі сплати основної суми для корпорацій та інших заходів банків у межах, дозволених їхніми правилами управління ризиками, зокрема відстрочення виплати позики, продовження терміну дії позики та мораторії для постраждалих МСП, секторів та домогосподарств залежно від ситуації.

У Болгарії уряд запропонував заходи щодо підтримки ліквідності, з використанням національних ресурсів та ресурсів ЄС. Заходи охоплювали: 1) збільшення капіталу державного Болгарського банку розвитку на 700 млн левів (0,6 %a ВВП 2019 р.), з яких 500 млн левів передбачалося використати для видачі портфельних гарантій комерційним банкам з метою продовження корпоративних позик, а решту – для надання безпроцентних позик працівникам підприємств у вимушеній відпустці без збереження заробітної плати (до 4,5 тис. левів); 2) виділення 1024 млн левів державній компанії “Фонд фондів” для надання субсидій мікропідприємствам, самозайнятим, підприємцям з уразливих груп, а також малим та середнім компаніям; 3) надання 800 млн левів організації спільної ініціативи між Європейським інвестиційним фондом та Європейською комісією для надання гарантій/кредитів МСП; 4) виділення 418 млн левів до Фондів міського розвитку, якими управляє Фонд фондів, на довгострокові інвестиції та оборотні кошти, орієнтовані на муніципалітети й підприємства, які постраждали від кризи, включаючи туризм і транспорт.

19 травня ЦБ Азербайджану підписав угоду про валютний своп на 200 млн дол. США з ЄБРР, спрямовану на покращання припливу фінансових ресурсів до реального сектору. Ця своп-угода дозволяла ЄБРР надавати місцевим фінансовим установам кредитну підтримку в національній валюті, включаючи короткострокові потреби в ліквідності, оборотний капітал та реструктуризацію ризиків для наявних клієнтів, а також торгове фінансування та надзвичайну підтримку ключових постачальників інфраструктури.

Швейцарський національний банк (SNB) активував лінію свопу ліквідності в доларах США з ФРС, знизив процентну ставку, запропонував новий 84-денний термін погашення та збільшив частоту 7-денних операцій з погашенням із тижневого на щоденний (з 1 липня до 3 разів на тиждень, з 1 вересня до одного разу на тиждень). Крім того, 19 березня 2020 р. SNB оголосив, що з 1 квітня пороговий коефіцієнт для звільнення депозитів від негативних процентних ставок буде підвищено з 25 до 30 %. 25 березня SNB представив нову установу рефінансування COVID-19, яка мала діяти разом із гарантіями федерального уряду для корпоративних позик, дозволяючи банкам отримувати ліквідність у SNB. Згодом цей механізм було переглянуто, щоб дати змогу використовувати позики, гарантовані кантонами як заставу. Прохання SNB про деактивацію антициклічного буфера капіталу було схвалено 27 березня. 1 липня SNB скоригував розрахунок ставки для свого механізму фінансування з дефіцитом ліквідності, ефективно знижуючи вартість запозичень у цього об'єкта. До кінця серпня SNB підтримував базову ставку на рівні $-0,75\%$. Щодо контролю, то Швейцарський орган нагляду за фінансовим ринком (FINMA) запровадив тимчасове виключення депозитів, що зберігаються в ЦБ, з розрахунку коефіцієнта левєриджу банків (продовжено 19 травня 2020 р. до 1 січня 2021 р.). FINMA наголосив, що звільнений від цього послаблення капітал повинен використовуватися для підтримки забезпечення ліквідності, а не розподілятися у вигляді дивідендів або інших подібних операцій, пов'язаних з 2019 р.

1.4. Інституційні засади протидії розмиванню бази оподаткування та агресивному податковому плануванню

Економіка України на початку 2020-х років опинилася на порозі суттєвих якісних змін, викликаних низкою об'єктивних чинників. Так, відкритість вітчизняної економіки забезпечує участь вітчизняних суб'єктів у виробничих ланцюжках великих мультинаціональних компаній і високу конкурентність ринку. Втім, незначні обсяги такого ринку, слабкість державних інституцій та технологічна слабкість роблять нашу систему вразливою до зовнішніх впливів та внутрішніх викликів. Такими суттєвими викликами є ухилення від сплати податків у країні, а також застосування практик розмивання податкової бази та виведення прибутку з-під оподаткування в рамках міжнародної економічної діяльності.

Новий виток реалізації реформ в Україні актуалізував не лише необхідність гармонізації нормативно-правової бази у сфері оподаткування з ЄС у рамках Угоди про асоціацію, а й запровадження комплексу заходів щодо протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутку з-під оподаткування (Base Erosion and Profit Shifting, BEPS). Така діяльність потребувала визначення пріоритетів подальшого впровадження плану BEPS відповідно до реальних соціально-економічних умов у країні та формування інституційних умов для реагування на зовнішні виклики, що набирали ваги і в національному просторі.

З 1 січня 2017 р. Україна приєдналася до Програми розширеного співробітництва в рамках ОЕСР та взяла на себе зобов'язання імплементувати так званий Мінімальний стандарт Плану дій BEPS – обов'язкові чотири заходи з п'ятнадцяти запропонованих. Їх запровадження – важливий, проте недостатній крок для боротьби з ухиленням від оподаткування, адже мінімальний стандарт не забезпечував відповіді на нові виклики сучасної економіки, такі як цифровізація економічних процесів, підвищення значення інтелектуальної складової економічних продуктів, мультинаціоналізація компаній та їхніх бізнес-процесів. Реалізація заходів з протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування в межах національного нормативно-правового та інформаційного простору потребувала налагодження роботи з міжнародного обміну податковою інформацією. Утім, на національному рівні необхідне не лише приєднання до міжнародних багатосторонніх угод у цій сфері, а й створення інституційних умов для збирання, обробки, зберігання та передачі інформації в податкових цілях. Одночасно запровадження ширшого кола дій потребуватиме якісної підготовки національних умов ведення бізнесу й оподаткування, адміністрування, контролю, готовності відповідних державних інституцій.

Однією з основних складових ефективності усіх заходів BEPS є запобігання асиметрії податкової інформації між юрисдикціями, що діє як глобальний інструмент шляхом запровадження, зокрема, автоматичного обміну фінансовою інформацією для податкових цілей відповідно до стандарту CRS (Common Reporting Standard). Це зумовлює необхідність наукового обґрунтування основних інституціональних засад запровадження зазначеного стандарту в національний простір.

Теоретичні й прикладні проблеми, пов'язані зі стійкістю державних фінансів і значенням оподаткування для забезпечення стабільності податкової системи, а також достовірністю інформації в управлінських цілях, у т. ч. щодо результативності діяльності транскордонних суб'єктів господарювання та їх оподаткування, досліджувалися вітчизняними вченими і практиками (Єфименко, 2013; Єфименко, 2018; Єфименко, Ловінська, & Олійник, 2018; Єфименко, Жук, & Ловінська, 2015; Kamenska, 2010; Ozeran, 2015; Кучерява, 2017; Тимченко, 2011 та ін.) та ін., у роботах яких розглядалися трансформації системи обліку та звітності в державному і корпоративному управлінні в умовах асиметричності інформаційного простору, порушувалися питання методологічного забезпечення й удосконалення звітності як основного джерела інформації в податкових цілях як на національному, так і на наднаціональному рівні в межах глобальної економіки.

При цьому, наприклад, Я. В. Олійник основну увагу приділяє необхідності національної адаптації міжнародних норм щодо фінансової та нефінансової звітності для забезпечення можливості транскордонного контролю, у т. ч. податкових зобов'язань. Також автор детально розглядає проблеми кожного рівня звітності щодо контролю трансфертного ціноутворення та транскордонних прибутків.

Наукове осмислення податкових ризиків, правової природи приєднання України до плану BEPS та меж і глибини адаптації податкового контролю за трансфертним ціноутворенням та іншими транскордонними схемами агресивного податкового планування, теоретичні засади й практичні напрацювання протидії агресивному податковому плануванню як особливому виду мінімізації податків, започатковано в роботах багатьох вітчизняних вчених (Десятнюк, 2009; Євтушенко, 2016; Іванов, 2019; Коломієць, 2009; Брехов, & Коротун, 2013; Брехов, Проскура, & Сушкова, 2017; Новицький, 2013; Маркевич, 2016; Марченко, 2018 та ін.). У роботах зазначених авторів також розглядаються особливості й правила застосування так званої тонкої капіталізації та специфіка використання вказаного методу мінімізації податкових зобов'язань групами компаній, зареєстрованими в різних податкових юрисдикціях. При цьому автори розглядають як аспекти обліку та структуризації власного й залученого капіталу між учасниками групи компаній, так і вплив зазначених процесів на оподаткування і перенесення прибутків з однієї юрисдикції в іншу, з меншим податковим навантаженням.

Українські науковці також розглядають проблеми податкового контролю та адміністрування, інформаційного забезпечення податкових органів в Україні та окремі питання міжнародного обміну податковою інформацією (Кучерявенко, 2009; Новицький, 2013; Марченко, 2018; Стародуб, 2015; Тимченко та ін., 2017 тощо). Роботи цих авторів присвячено таким важливим методологічним і практичним питанням в оподаткуванні, як контроль трансфертного ціноутворення в Україні, запобігання зловживанням договорами про уникнення подвійного оподаткування, реалізація податкового контролю на національному й наднаціональному рівні при провадженні транскордонної діяльності.

Теоретичні й практичні питання запровадження обміну інформацією в податкових цілях, протидії розмиванню податкової бази на прикладі FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) та BEPS (Action Plan on base Erosion and Profit shifting), а також їхня роль як інструментів для поліпшення добровільного дотримання податкового законодавства і запобігання податковому шахрайству, ухиленню від сплати податків і агресивному податковому плануванню розглядаються в роботах зарубіжних науковців (McGill, Haye, & Lipo, 2017; Carrero, & Seara, 2016; Cai, & Zhang, 2018; Filipova-Slancheva, 2017). Правила “тонкої капіталізації” та їх застосування, податкові наслідки такого механізму теж достатньо детально висвітлені зарубіжними дослідниками (Mardan, 2013; Ruf, 2012; Webber, 2010). Автори докладно розкривають особливості “тонкої капіталізації” як методу мінімізації податкових зобов’язань групою компаній. Широка географія науковців, котрі досліджують аспекти агресивного податкового планування, його механізми та податкові наслідки їх застосування для суб’єктів господарювання й державних фінансів, свідчить про наявність глобальної проблеми, породженої ухиленням від сплати податків з використанням міжнародних юрисдикцій.

План дій для боротьби з розмиванням бази оподаткування і переміщенням прибутків за кордон (далі – План дій BEPS) було розроблено у 2015 р. з метою запобігання згаданим ризикам у рамках ОЕСР. Він покликаний протидіяти розмиванню бази оподаткування і виведенню прибутку з-під оподаткування, включає 15 кроків. Вказані кроки дають змогу розпочати рух щодо врегулювання оподаткування цифрових компаній, удосконалення контролю трансфертного ціноутворення й контрольованих іноземних компаній, запобігання зловживанню міжнародними договорами про уникнення подвійного оподаткування, врегулювання міжнародних спорів у сфері оподаткування резидентів, а також звітування щодо сплачених податків за юрисдикціями, в яких отримано прибуток. Так, 15 дій умовно можна поділити на кілька напрямів.

Перший напрям стосується узгодженості та передбачає: синхронну реалізацію урядами різних країн дій з нейтралізації ефектів гібридних інструментів податкового планування (крок 2), посилення правил щодо контрольованих іноземних компаній (KIC) (крок 3), обмеження витрат на фінансові операції з пов’язаними особами (крок 4), протидії шкідливим податковим практикам з використанням пільгових податкових режимів шляхом обміну інформацією про рішення у сфері оподаткування (крок 5).

Другий напрям стосується сутності суб’єктів господарювання та їх операцій, а дії за цим напрямом спрямовані на: запобігання зловживанням міжнародними податковими угодами (крок 6), штучному уникненню статусу постійного представництва (крок 7), контроль та узгодження результатів трансфертного ціноутворення зі створення доданої вартості в межах міжнародної корпорації в кожній окремій країні перебування, контроль та визначення нематеріальних активів та зіставлення ризику і капіталу (кроки 8–10).

Третій напрям стосується прозорості та спрямований на аналіз даних (крок 11), встановлення правил обов'язкового розкриття інформації (крок 12), визначення правил звітності в розрізі країн для міжнародних груп компаній (крок 13), а також вирішення спорів між податковими відомствами різних юрисдикцій (крок 14).

Окремим напрямом Плану дій є цифрова економіка, а саме – врегулювання взаємодії податкових систем країн та цифрової галузі, що має розмиті умовні межі, адже цифрова галузь стрімко розвивається та легко долає встановлені границі (крок 1).

Іншим напрямом, що також відмежовано від інших, є розробка багатостороннього інструменту (MLI), спрямованого на уніфікацію регулювання двосторонніх угод про уникнення подвійного оподаткування й узгодження положень чинних двосторонніх угод з метою швидкого та ефективного внесення змін до них. Конвенція MLI¹ покликана модифікувати ці угоди таким чином, аби вони відповідали вимогам Плану дій BEPS.

Слід зазначити, що, наприклад, І. Баргерс та І. Моск'єра (Burgers, & Mosquera, 2017) розглядають план BEPS не лише з точки зору запобігання ухиленню від сплати податків МНК, а й під кутом зору справедливості та рівнозначності впливу його реалізації країнами, що розвиваються, та розвинутими країнами. Також автори аналізують готовність країн, що розвиваються, подолати ці відмінності для досягнення спільної мети стосовно оподаткування прибутків МНК. Крім того, автори наголошують, що механізми, передбачені Планом BEPS, є вкрай важливим для економік, що розвиваються, оскільки вони особливо залежать від податку на прибуток підприємств.

Незважаючи на суттєвий науковий доробок щодо запобігання ухиленню від сплати податків МНК, інструментів такого ухилення та впливу на національні економіки й податкові системи, найбільш значущими, базовими для цього дослідження є керівні документи та аналітичні матеріали ОЕСР, а також дослідження щодо імплементації європейськими країнами ініціатив із запобігання агресивному податковому плануванню в національне законодавство, де основою є як План протидії розмивання бази оподаткування і переміщення прибутків ОЕСР (Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting, BEPS OECD)², так і багатосторонні угоди і конвенції, прийняті в рамках ОЕСР з метою реалізації заходів, передбачених планом.

До них також можна віднести:

- Конвенцію про взаємну адміністративну допомогу в податкових справах – MCMAATM (The Multilateral Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters)³;

¹ Multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting / OECD. 2016. URL: <http://www.oecd.org/tax/treaties/multilateral-convention-to-implement-tax-treaty-related-measures-to-prevent-BEPS.pdf>, last accessed 2019/03/28.

² Action Plan on base Erosion and Profit shifting. URL: <https://www.oecd.org/ctp/BEPSActionPlan.pdf>.

³ The Multilateral Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters: Amended by the 2010 Protocol / OECD, Council of Europe. 2011. URL <https://doi.org/10.1787/9789264115606-en>.

- Мінімальний стандарт Плану дій BEPS (Implementation of the BEPS Action Plan in Ukraine)¹;
- Багатосторонню конвенцію про виконання заходів, які стосуються угод про оподаткування, з метою протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування, ратифіковану Законом України Законом від 28.02.2019 № 2692-VIII (Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent BEPS, MLI)²;
- Директиву ЄС про адміністративну співпрацю з питань оподаткування (EU Directive on administrative cooperation in the field of taxation)³;
- Багатосторонню конвенцію про співпрацю між компетентними органами (Multilateral Competent Authority Agreement for the Common Reporting Standard, MCAA CRS)⁴;
- Стандарт автоматичного обміну фінансовою інформацією (Standard on Automatic Exchange of Information, Стандарт AEOI)⁵;
- Стандарт обміну інформацією за запитом (Exchange of Information on Request, EOIR)⁶;
- Міжурядову (двосторонню) угоду для поліпшення виконання податкових правил і застосування положень закону США “Про податкові вимоги до іноземних рахунків” (Foreign Account Tax Compliance Act, FATCA)⁷.

Ці документи на наднаціональному рівні закладають інституційну основу для запобігання ухиленню від сплати податків за допомогою інструментів агресивного податкового планування. Проте в Україні інституційну основу для боротьби з транскордонним розмиванням податкової бази закладено через імплементацію Мінімального стандарту Плану дій BEPS (Implementation of the BEPS Action Plan in Ukraine)⁸.

Так, 1 січня 2017 р. Україна приєдналась до Програми розширеного співробітництва в рамках ініціативи ОЕСР та взяла на себе зобов'язання запровадити

¹ Мінфін розробив дорожню карту реалізації Плану дій BEPS / Урядовий портал. 2017. 16 трав. URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/news/249982923>.

² Multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting / OECD. 2016. URL: <http://www.oecd.org/tax/treaties/multilateral-convention-to-implement-tax-treaty-related-measures-to-prevent-BEPS.pdf>.

³ Council Directive 2011/16/EU of 15 February 2011 on administrative cooperation in the field of taxation and repealing Directive 77/799/EEC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=celex%3A32011L0016>.

⁴ Multilateral Competent Authority Agreement on Automatic Exchange of Financial Account Information. URL: <http://www.oecd.org/tax/automatic-exchange/international-framework-for-the-crs/>.

⁵ OECD Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information in Tax Matters. URL: <http://www.oecd.org/tax/transparency/automaticexchangeofinformation.htm>.

⁶ Exchange of Information on Request (EOIR). URL: <https://www.oecd.org/tax/transparency/documents/exchange-of-information-on-request-peer-review-process.htm>.

⁷ Foreign Accounts Tax Compliance Act (FATCA). URL: <https://www.irs.gov/businesses/corporations/foreign-account-tax-compliance-act-fatca>.

⁸ Мінфін розробив дорожню карту реалізації Плану дій BEPS / Урядовий портал. 2017. 16 трав. URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/news/249982923>.

Мінімальний стандарт Плану дій BEPS (Implementation of the BEPS Action Plan in Ukraine), який передбачає обов'язкове впровадження чотирьох дій з п'ятнадцяти. Мінімальний стандарт охоплює такі кроки:

- 5 “Протидія шкідливим податковим практикам з урахуванням принципу прозорості та економічного змісту”;
- 6 “Запобігання зловживанню положеннями міжнародних податкових угод”;
- 13 “Удосконалення документації з трансфертного ціноутворення та звітності в розрізі країн”;
- 14 “Підвищення ефективності механізмів урегулювання спорів між податковими відомствами різних юрисдикцій”.

Зазначені кроки дають змогу розпочати рух щодо врегулювання оподаткування цифрових компаній, удосконалення контролю трансфертного ціноутворення та КІК, запобігання зловживанню міжнародними договорами про уникнення подвійного оподаткування, а також урегулювання міжнародних спорів у сфері оподаткування резидентів, звітування щодо сплачених податків за юрисдикціями, де отримано прибуток.

Одним із найважливіших елементів протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування в рамках Плану дій BEPS є підписання нашою країною в 2019 р. Конвенції MLI, що є кроком 15 Плану і формує умови для виконання кроків 6 та 14. Конвенція спрямована на уніфікацію регулювання відносин між державами, узгодження положень чинних двосторонніх угод, а саме для швидкого й ефективного внесення змін до вже наявних між ними угод.

Наприклад, Україна має намір внести зміни до всіх наявних двосторонніх угод із метою запобігання зловживанню положеннями податкових договорів з метою ухилення від сплати податків та використання схем із задіяними офшорними юрисдикціями. Також у рамках міжнародного співробітництва, відповідно до Указу Президента України від 28.04.2016 № 180/2016¹, Україна має невідкладно долучитися до міжнародних ініціатив ОЕСР щодо автоматичного обміну податковою інформацією.

Станом на листопад 2019 р. Україна не приєдналася до Конвенції МСАА та Стандарту АЕОІ, хоч і висловила політичну готовність імплементувати механізми автоматичного обміну інформацією за стандартом CRS (табл. 1.9), що істотно розширило б можливості компетентних органів у країні з контролю податкових зобов'язань резидентів. Це означає, що найближчим часом фіскальні органи України не отримуватимуть інформацію в автоматичному режимі про закордонні рахунки та прибутки своїх податкових резидентів.

У 2010 р. в США було прийнято закон FATCA – унікальний у своєму роді документ, що став першим кроком до автоматичного обміну податковою інформацією.

¹ Про заходи щодо протидії зменшенню податкової бази і переміщенню прибутків за кордон : Указ Президента України від 28.04.2016 № 180/2016. URL: <https://www.president.gov.ua/documents/1802016-19966>.

Таблиця 1.9

**Імплементація Україною міжнародної нормативно-правової бази
щодо обміну податковою інформацією**

Вид міжнародного документа	Інформація про приєднання	Примітка
Конвенція про взаємну адміністративну допомогу в податкових цілях – The Multilateral Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters (MCAAATM)	Приєдналася	Чинна з 01.01.2009
Багатостороння угода про компетентний орган – Multilateral Competent Authority Agreement for the Common Reporting Standard (MCAA CRS)	Не приєдналася	В 2017 р. до Верховної Ради України подано проєкт Закону “Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо міжнародного автоматичного обміну інформацією з податкових питань)”. Проєкт не прийнято. Схвалено розпорядження Кабінету Міністрів України “Про схвалення концептуальних напрямів реформування системи органів, що реалізують державну податкову та митну політику” від 27.12.2018 № 1101-р
Система автоматичного обміну фінансовою інформацією – Standard on Automatic Exchange of Information (Стандарт AEOI)	Не приєдналася	Міністерство фінансів 11 грудня 2017 р. представило широкому загалу Дорожню карту з епровадження міжнародних стандартів
Багатостороння конвенція про виконання заходів, що стосуються угод з оподаткування, в цілях запобігання розмиванню податкової бази і виведенню прибутку з-під оподаткування – Multilateral Convention to Implement Tax treaty Related Measures to Prevent BEPS (Конвенція MLI)	Приєдналася	Підписана 23.07.2018. Ратифікована 08.08.2019 і набуде чинності 01.12.2019
Директива ЄС про адміністративну співпрацю з питань оподаткування – EU Directive on administrative cooperation in the field of taxation	Не приєдналася	–
Міжурядова (двостороння) угода для поліпшення виконання податкових правил і застосування положень закону США “Про податкові вимоги до іноземних рахунків” – Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)	Приєдналася	Підписання Угоди – 07.02.2017. Ратифікація Угоди – 04.11.2019

Джерело: (Олейнікова, 2019).

У разі неприєднання країни до двосторонньої угоди всі доходи, отримані резидентами такої країни на території США, обкладаються американським податком на репатріацію прибутку (Withholding Tax) у розмірі 30 %.

При цьому слід зазначити таке:

- FATCA не застосовується безпосередньо у відносинах з іншими країнами – його дія ґрунтується на двосторонніх міжнародних договорах з кожною країною, що формально не порушує принципів права міжнародних договорів;
- з окремими країнами угода про FATCA укладена на основі взаємності – тобто країна, надаючи США звіти про рахунки і доходи американських громадян, отримує у відповідь звіти про рахунки її громадян, відкриті в американських фінансових установах.

Таким чином, приєднання до FATCA, по суті, надає податкові переваги такій країні та її резидентам. До FATCA приєдналися вже близько 100 країн і юрисдикцій (і цей список постійно зростає). Головною особливістю механізмів FATCA стало регулярне автоматичне відправлення звітів про всі рахунки американців – тобто вже без попередніх запитів.

Проте FATCA з Україною має односторонній характер, і податкові органи США не надаватимуть інформацію щодо доходів, отриманих резидентами України на території цієї країни, а лише отримуватимуть інформацію щодо доходів своїх громадян на території України.

■ Розділ 2

ОБҐРУНТУВАННЯ ОСНОВНИХ ЯКІСНИХ ХАРАКТЕРИСТИК ТА КІЛЬКІСНИХ ІНДИКАТОРІВ ФІСКАЛЬНОЇ Й МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

2.1. Рекомендації щодо внесення змін до застосування фіскальних правил в ЄС у зв'язку з поширенням пандемії COVID-19

Науковці (Darvas, Martin, & Ragot, 2018, с. 1–2) дійшли висновку, що фіскальні правила у ЄС потребують “капітального ремонту”. На їхню думку, вони повинні бути максимально прозорими та простими, встановлювати цілі за безпосереднім контролем уряду, дозволяти контрциклічну фіскальну політику і стимулювати зменшення надмірного державного боргу.

Фіскальні правила, що застосовуються у ЄС протягом останніх років? зазнають істотних змін з метою їх покращання (як у теоретичному плані, так і з точки зору використання в практиці державного управління). Такі заходи зумовлені імперативами практики: органи державного управління потребують раціональніших фіскальних правил, що дають змогу підвищити результативність фіскальної політики як на наднаціональному (в рамках управління ЄС загалом), так і на національному (в кожній окремій державі-члені) рівнях. Основне завдання, що розв'язується в ході проведення таких змін – підвищення якості механізмів гармонізації фіскальної політики держав – членів ЄС задля обмеження фіскальних дисбалансів та недопущення значних негативних впливів на фінансову стабільність та стійкість грошово-кредитної системи Євросоюзу. Водночас вирішуються інші проблеми: посилення спрямування бюджетних операцій на підтримку економічного зростання, підвищення його інклюзивності, впровадження структурних реформ, досягнення раціональніших рівнів фіскальної децентралізації, удосконалення державного управління (як на наднаціональному, так і на національному рівнях).

Фіскальна політика має не лише прагнути до розв'язання завдань фінансової стабільності, а й дотримуватися цілей підтримки зайнятості (при цьому стримувати зростання процентних ставок). Завдання поси-

лити бюджетну дисципліну залишається, проте воно (за визначенням С. Мат'є і Х. Стердиняк) не повинне виконуватися шляхом “бездумного” скорочення дефіциту. Важливішого значення набувають питання внесення змін до фінансової політики з урахуванням динаміки фінансової глобалізації, розподілу доходів тощо), які викликають необхідність зведення бюджетів з дефіцитом для підтримки розвитку економіки (Mathieu, & Sterdyniak, 2013).

До заходів покращання фінансових правил науковці (De Rugy, & Salmon, 2019, p. 4) відносять:

- розширення охоплення (правила повинні покривати більшу частину, якщо не весь бюджет, скорочуючи можливі лазівки, що не сприяють економії коштів у “добрі” часи);
- запровадження виважених обмежень на фінансові агрегати (наприклад, не допускати надмірно високої стелі боргу, щоб заохочувати фінансову відповідальність, водночас вона не повинна бути і низькою, щоб забезпечити належну політику – для розвитку публічної інфраструктури або компенсації економічних наслідків великих потрясінь);
- допущення чітких (precise) винятків для врахування (в управлінні бюджетом) неочікуваних подій, наприклад, стихійних лих.

Розроблення фінансових правил “нового покоління” спрямоване на посилення їхньої гнучкості (внесення змін до проведення бюджетних операцій з боку органів державного управління з урахуванням стану економічного розвитку країни, дотримання вимог фінансової та макроекономічної стабільності, погашення державних запозичень у майбутні періоди). Науковці (Debrun et al., 2018) також пропонують застосовувати нові механізми щодо покращання їх дотримання, зокрема, використання додаткових коригувальних механізмів, що визначають дії урядів у випадках їх порушення, впровадження нових механізмів коригування відхилень від дотримання фінансових правил, уточнення можливих допущень виключень (для урахування непередбачуваних подій). На їхню думку, таких результатів можна досягти шляхом використання показників на основі структурного балансу (Debrun et al., 2018, с. 6–9).

Водночас наявні вимоги щодо спрощення фінансових правил. Найпроблемнішими вважаються питання використання так званих неспостережних параметрів (unobservable parameters) у ході проведення розрахунків фінансових показників, до складу яких віднесено “розриви випуску” та “структурний баланс”. Пропонується повернутися до застосування простіших, а також реальних, а не прогнозних показників, зокрема, динаміки боргу та темпів зростання публічних видатків. А центральним питанням фінансового коригування з використанням фінансових правил має стати спрямування на обмеження державного боргу в середньостроковому періоді (запропоноване Європейською фінансовою радою) (Strupczewski, 2019).

Значну увагу приділено розширенню інституційного забезпечення імплементації фінансових правил. Зокрема, впроваджуються заходи щодо залучення до нагляду за їх дотриманням незалежних агенцій. Це допомагає виявити суттєві

відхилення у проведенні фіскальної політики, а також підвищити фіскальну відповідальність органів державного управління. У політичному аспекті такі зміни посилять спрямування фіскальної політики на обслуговування загальнодержавних інтересів, а також урахування ринкових імперативів, а не на реалізацію політичних проєктів, нав'язаних окремими політичними партіями та наближеними до влади бізнес-групами. Водночас внесення змін до імплементації фіскальних правил має посилити контрольні функції парламенту, неурядових спеціалізованих інституцій, громадських організацій стосовно управління бюджетними ресурсами з боку уряду. Наслідком повинне стати також зміцнення фіскальної відповідальності урядів (щодо підвищення ефективності бюджетних операцій, їхньої транспарентності та впровадження інновацій в управління державними фінансами).

Гнучкі правила мають сприяти зменшенню проциклічних нахилів політиків у періоди економічного зростання та стабілізації. Вони мають підтримувати економічне зростання (шляхом внесення додаткових положень до імплементації фіскальних правил), додержуючись при цьому вимоги щодо фінансової стабільності. Крім того, застосування фіскальних правил не повинне обмежувати витрати бюджету на державні інвестиції (завдяки яким вирішуються економічні й соціальні проблеми розвитку країни). Важливе значення надається також питанням адекватнішого врахування впливів фінансових ринків¹.

Водночас вирішення теоретичних питань щодо меж гнучкості фіскальних правил, запровадження клаузул, повного або часткового призупинення окремих їхніх положень, розподілу відповідальності щодо проведення операцій протягом поточного та середньострокового періодів, відновлення дії призупинених норм після подолання кризових явищ відстає від практики. Тому нерідко такі питання вирішуються в ході політичних дискусій або покладаються на органи державного управління. Особливої ваги набувають аспекти визначення якісних та кількісних індикаторів, застосовуваних у використанні фіскальних правил. У більшості випадків вони встановлюються на основі загального, первинного та структурного балансів. Наразі продовжують застосовуватися показники загального балансу, проте впроваджуються (як додаткові або уточнюючі) окремі індикатори на основі структурного балансу.

Актуалізуються питання відновлення дотримання фіскальних правил після використання виключень та доповнень до їх застосування. Визначаються терміни застосування відхилень бюджетної політики від цільових показників, установлених фіскальними правилами, положення щодо процедури повернення таких показників до індикаторів, регламентованих фіскальними правилами. Не рекомендується застосовувати різкого коригування фіскальної політики з метою відновлення дії фіскальних правил (Gbohoui, & Medas, 2020, с. 3–4).

¹ За визначенням експертів Європейської комісії (М. Бергман, М. М. Хатчисон М., С. Дженсен), ринкові сигнали можуть використовуватися як доповнення до фіскальних правил, але вони не повинні їх замінювати. Див.: Do Sound Public Finances Require Fiscal Rules Or Is Market Pressure Enough / European Commission. Р. 46–48. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp489_en.pdf.

За визначенням фахівців ЄЦБ, навіть у період подолання викликів пандемії державам ЄС рекомендується “проводити фінансову політику, спрямовану на досягнення розумних середньострокових фінансових позицій та забезпечення стійкості боргу, одночасно збільшуючи інвестиції”. Що ж до винятків з фінансових правил (передбачених Пактом стабільності та зростання), то після закінчення кризи їх необхідно буде припинити, а вимоги щодо проведення фінансової політики відновити (Haroutunian, Hauptmeier, & Leiner-Killinger, 2020).

Досить значна увага приділяється питанням внесення змін до застосування фінансових правил у період подолання наслідків пандемії. З розширенням бюджетних видатків, що спрямовуються на фінансування протиепідемічних заходів, підтримки бізнесу, домогосподарств, місцевих органів державного управління, уряди мусили збільшити бюджетні дефіцити та нарощувати державну заборгованість. Такі зміни вийшли за рамки фінансових правил Пакту стабільності та зростання, причому не протягом короткострокового періоду, а на середньострокову перспективу. Ці відхилення не були вчасно обґрунтовані науковцями та виявилися не закріпленими нормативними актами, що регламентують проведення фінансової політики (як на наднаціональному, так і на національних рівнях) у ЄС.

Тож різке збільшення бюджетного дефіциту, а також утримання високих показників державної заборгованості, викликане розширенням фінансового коригування в період боротьби з впливами пандемії, потребує перегляду фінансових правил. Криза коронавірусу поставила питання щодо внесення змін до Пакту стабільності та зростання. З метою розв'язання зазначених завдань Єврокомісія ще в лютому 2020 р. розпочала консультації з державами-членами, Європейським парламентом та іншими зацікавленими сторонами з метою перегляду фінансових правил, а також внесення змін до Пакту. Такий перегляд передбачав спрощення правил¹. Ще у травні 2020 р. з ініціативою щодо призупинення дії фінансових правил (які перетворилися на надто жорсткі для держав – членів ЄС) на поточний та наступний рік виступила Франція. Причиною стали доволі значні негативні впливи на розвиток економіки, що спостерігалися під час пандемії. Було запропоновано призупинити окремі положення Пакту стабільності та зростання на 2020–2021 рр.²

Єврокомісія кваліфікувала пандемію COVID-19 як “незвичну подію, котра не належить від уряду”. Комісія підготувала пропозиції Раді щодо активізації клаузули про виключення для посилення підтримки фінансової політики. Клаузула мала призупинити коригування, передбачені (до настання коронакризи) фінансовими цілями, а це давало змогу збільшувати бюджетні витрати. Проте після подолання наслідків пандемії передбачалося скасування клаузули і зменшення державної заборгованості³.

¹ This is how Europe is opening the floodgates to 'green' money. 2020. February 18. URL: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/this-is-how-europe-is-opening-the-floodgates-to-green-money/>.

² France wants EU budget rules suspended through 2021. 2020. May 22. URL: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/france-wants-eu-budget-rules-suspended-through-2021/>.

³ Covid-19: Commission set out European coordinated response to counter the economic impact of Coronavirus. 2020. URL: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-fiscal-watchdog-wants-to-scrap-60-debt-limit/>.

Водночас Європейська фіскальна рада рекомендувала серйозніше реформування Пакту стабільності та зростання з метою спрощення правил видатків, зокрема відмову від боргового порога у 60 % ВВП для національних урядів і замість нього прийняття реалістичніших цілей боргу. Такі зміни мали сприяти покращанню державних інвестицій¹.

Прикладом застосування таких змін є Німеччина. Заходи консолідації в рамках сектору ЗДУ мали розпочатися в країні з 2022 р. Структурний дефіцит, який у 2021 р. прогнозувався у 3,5 % ВВП, мав зменшитися. Фіскальна консолідація планувалася шляхом поступового обмеження тимчасових заходів бюджетного стимулювання. Середньостроковою метою визначалося досягнення структурного дефіциту в 0,5 % ВВП за підсумками 2023 р. Коефіцієнт державної заборгованості до кінця 2020 р. мусив зрости до 71 % ВВП (у 2021 р. – 70 % ВВП). Умовами розв'язання таких завдань вважалися утримання низьких процентних ставок, відновлення економічного зростання та зменшення запозичень².

Таким чином, науковці пропонували внести значні зміни до процесу імплементації фіскальних правил у зв'язку з активізацією бюджетної політики в період подолання наслідків COVID-19. Певні корективи вносилися і раніше, проте вони не характеризувалися такою масштабністю. Було посилено увагу до питань цільового спрямування в застосуванні фіскальних правил. Їх використання мало передбачати не лише розв'язання завдань фінансової стабільності, а й підтримку економічного зростання, зайнятості, обмеження негативних впливів на динаміку макроекономічних показників розвитку країни. Уточнювався перелік заходів, спрямованих на покращання фіскальної політики шляхом застосування фіскальних правил.

Розробляються проекти фіскальних правил “нового покоління”, які передбачають посилення їх гнучкості (внесення змін до проведення бюджетних операцій з боку органів державного управління з урахуванням стану економічного розвитку країни, дотримання вимог фінансової та макроекономічної стабільності, погашення державних запозичень у майбутні періоди). Науковці пропонують нові механізми поліпшення дотримання фіскальних правил.

Значну увагу приділено розширенню інституційного забезпечення імплементації фіскальних правил. Зокрема, посиленню контрольних функцій парламенту, залученню неурядових спеціалізованих інституцій, громадських організацій до нагляду за дотриманням цих правил, покращанню врахування ринкових імперативів, обмеженню впливів політичних рішень щодо проведення фіскальної політики, які відхиляються від реалізації загальнодержавних інтересів. Рекомендуються також заходи щодо зменшення проциклічних нахилів у прийнятті рішень органами

¹ EU fiscal watchdog wants to scrap 'unrealistic' 60% debt limit. 2020. July 2. URL: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-fiscal-watchdog-wants-to-scrap-60-debt-limit/>.

² German Draft Budgetary Plan 2021 (Federation, Länder, local authorities and social security funds) in accordance with EU Regulation No 473/2013. 2020. October. P. 6–12. URL: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Brochures/2020-10-21-german-draft-budgetary-plan-2021.pdf?__blob=publicationFile&v=6.

державного управління в періоди економічного зростання та стабілізації, а також розширення державних інвестицій.

Важливе значення надавалося питанням відновлення дії фінансальних правил після подолання наслідків епідемії. Визначалися терміни та процедури скасування допущених відхилень від установлених фінансальними правилами індикаторів. Водночас не рекомендувалося застосовування різкого коригування фінансальної політики з метою відновлення дії фінансальних правил. Заходи цієї політики мали здійснюватися в рамках оновленого середньострокового планування, а після подолання наслідків епідемії дію покращених фінансальних правил передбачалося відновити. Експерти Єврокомісії та науковці Європейської фінансальної ради розробили пропозиції щодо реформування Пакту стабільності та зростання в аспекті застосування фінансальних правил.

2.2. Пропозиції щодо окремих якісних характеристик та можливих кількісних індикаторів фінансальної безпеки національної економіки

Забезпечення економічної безпеки є однією з найважливіших функцій держави¹. Фінансна безпека – важлива складова економічної безпеки. Складовою останньої також є макроекономічна безпека, за якої досягається збалансованість макроекономічних відтворювальних пропорцій у країні.

Під фінансовою безпекою розуміється такий стан фінансової системи країни, за якого створюються необхідні фінансові умови для стабільного соціально-економічного розвитку країни, забезпечується її стійкість до фінансових шоків та дисбалансів, створюються умови для збереження цілісності та єдності фінансової системи країни, запобігання великомасштабному відпливу капіталів за кордон. Нами далі проаналізовано складові фінансової безпеки.

Боргова безпека уособлює рівень внутрішньої та зовнішньої заборгованості з урахуванням вартості її обслуговування й ефективності використання внутрішніх і зовнішніх запозичень та оптимального співвідношення між ними, достатній для задоволення нагальних соціально-економічних потреб, що не загрожує суверенітету держави та її фінансовій системі.

Бюджетна безпека відображає стан забезпечення платоспроможності та фінансової стійкості державних фінансів, що надає можливість органам державної влади максимально ефективно виконувати покладені на них функції. Під бюджетним ризиком розуміється ризик значного недовиконання дохідної частини державного бюджету порівняно з планом, що може призвести до збільшення державних запозичень та/або невиконання боргових зобов'язань з обслуговування державного боргу.

Боргова стійкість оцінюється за показниками поточного й прогнозованого обсягу державного боргу та його обслуговування, що порівнюються з індика-

¹ Конституція України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. Ст. 17, ч. 1. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text>.

торами потенціалу держави виконувати боргові зобов'язання (ВВП, експортних надходжень, доходів бюджету, фінансових надходжень з боку МФО). Ключовим елементом методики оцінювання боргової стійкості є вибір адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країни й результатів проведених емпіричних досліджень.

Серед фахових досліджень зустрічаються різні, часто відмінні точки зору щодо рівня боргової безпеки. Так, українські дослідники О. І. Барановський і М. М. Єрмошенко фіксують різні зіставні показники боргової безпеки з фіксацією порогових значень у відсотках (Барановський, 1999; Єрмошенко, 2001).

Згідно з теоретичними положеннями, боргова стійкість залежить як від статичних, так і від міжчасових бюджетних обмежень. Статичні бюджетні обмеження діють, коли державний сектор спроможний фінансувати поточні видатки за рахунок своїх доходів та нових запозичень, а також вчасно погашає зобов'язання, інакше кажучи, характеризується необмеженою ліквідністю. Для характеристики міжчасових бюджетних обмежень часто використовуються вимоги до платоспроможності, згідно з якими поточна дисконтована вартість майбутнього первинного сальдо бюджету має дорівнювати вартості непогашених зобов'язань.

При проведенні досліджень наразі найпоширенішим є підхід, який полягає у визначенні граничних значень рівня державного боргу, його структури, обсягу боргових виплат та тестуванні бюджетно-податкової політики на предмет того, чи призведе її майбутня динаміка до перевищення граничного рівня державного боргу.

Оцінювання боргової стійкості, що проводиться МФО, містить такі основні складові:

- 1) перспективний аналіз рівня боргового навантаження і розміру боргових виплат у рамках базового сценарію і стандартизованих стрес-тестів;
- 2) оцінювання боргової стійкості на основі індикативних граничних показників розміру державного боргу та витрат на його обслуговування, які залежать від якості економічної політики і дієвості інститутів у країні;
- 3) пропозиції для боргової стратегії уряду, які мають забезпечити зменшення ризиків боргової кризи за одночасного досягнення цілей стратегії соціально-економічного розвитку країни.

Визначення та аналіз граничних рівнів боргових показників потребує врахування специфічних характеристик певної держави. Країни зі слабким інституційним середовищем і неадекватною економічною політикою частіше стикаються з борговими проблемами за досить низького рівня заборгованості, оскільки є більш схильними до неефективного використання запозичених коштів, а також мають менше можливостей для продуктивного використання власних ресурсів.

Ще один важливий фактор невизначеності, пов'язаний із прогнозами рівня державного боргу і його обслуговування, полягає в умовних зобов'язаннях уряду. Багато умовних зобов'язань, з огляду на ймовірнісний характер, зазвичай не привертають до себе уваги, проте в кризових ситуаціях імовірність того, що вони стануть наявними до виконання, зростає.

Урахування взаємозв'язків між макроекономічними і фінансовими змінними дає можливість спрогнозувати ймовірну динаміку обсягу непогашених зобов'язань і оцінити їхній вплив на ступінь платоспроможності уряду. Водночас такі прогнози є настільки ж достовірними, наскільки реалістичними є припущення, покладені в їхню основу. Тому високоякісні прогнози мають ґрунтуватися на ретельному опрацюванні припущень для підготовки варіантів сценарію і враховувати ймовірність впливу зовнішніх шоків, як-от пандемія COVID-19.

Методика оцінювання боргової стійкості передбачає вибір дослідником адекватних граничних показників боргового навантаження з урахуванням специфічних умов країн, а також прогнозування боргових індикаторів у рамках базового сценарію та різних "стрес-сценаріїв", які враховують вразливість країни до дії шоківих факторів з їх наступною інтерпретацією. За оцінкою фахівців МВФ, добре сформовані фінансові правила мають значний вплив на фінансовий баланс. Перехід від відносно слабо розробленого фінансового правила до досконалішого може збільшити фінансовий баланс приблизно на 0,6 % ВВП (Caselli, & Reynaud, 2019, с. 49).

Основними цілями управління державним боргом є фінансування державного бюджету за рахунок внутрішніх та зовнішніх ресурсів за найнижчої можливої вартості державних запозичень з урахуванням ризиків, а також розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Законом від 06.12.2018 № 2646-VIII Верховна Рада схвалила ряд позитивних нововведень, які мали сприяти посиленню фінансової дисципліни у державному секторі. Внесені зміни, серед іншого, передбачали становлення постійних процедур для моніторингу і звітування про фінансові ризики, запровадження вимог щодо оцінки кредитних ризиків під час надання державних гарантій позичальникам, затвердження обов'язкових для виконання видаткових лімітів для кожного з головних розпорядників бюджетних коштів у рамках бюджетної декларації, проведення регулярної оцінки ефективності бюджетної політики шляхом підготовки оглядів державних видатків¹.

Слід підкреслити, що Україна не належить до країн, де імплементовано фінансові правила згідно з визначеними МВФ критеріями, хоча норми про граничний рівень державного боргу та дефіциту включено до БКУ. Оскільки в нашій державі відсутні такі критерії імплементції фінансових правил, як моніторинг виконання, відповідальність за недотримання, примушення до виконання, гнучкість, МВФ не відносить її до числа країн із впровадженими фінансовими правилами.

Частина державних зобов'язань України за чинною методологією не обліковується у складі державного боргу, оскільки відповідно до міжнародних стандартів вони не належать до компонентів валового державного боргу. Йдеться про державні деривативи, тобто прямі гарантії Уряду у формі похідних фінансових інструментів, котрі передбачають майбутні виплати державою їхнім власникам, якщо ВВП

¹ Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо запровадження середньострокового бюджетного планування : Закон України від 06.12.2018 № 2646-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2646-19#n5>.

досягне певного значення. Рішення про умови розміщення державних деривативів приймається згідно з БКУ та законами України.

Отже, при опрацюванні боргового фіскального правила необхідно враховувати обсяги емісії, умови і терміни погашення державних деривативів, або так званих ВВП-варантів, тобто боргові папери, які інвестори отримали взамін реструктуризованої і списаної у 2015 р. частини зовнішнього боргу. Виплати за такими паперами прив'язані до темпів зростання економіки країни.

Верховна Рада ухвалила 14 листопада 2019 р. внесення змін до БКУ, якими, зокрема, передбачено створення Боргового агентства України. Зі створенням Боргового агентства операційна діяльність щодо державного боргу переходить до новоствореного органу, а Міністерство фінансів в рамках управління державним боргом лише визначатиме стратегічні цілі для агентства. Основні завдання Боргового агентства визначено у постанові Кабінету Міністрів України "Про утворення Агентства з управління державним боргом України"¹.

Оскільки основним суб'єктом управління державним боргом є Боргове агентство України, а повноваження у сфері валютно-курсової політики виконує НБУ, актуалізується завдання підвищення координації боргової політики уряду з монетарною політикою НБУ. Йдеться насамперед про покращання управління золотовалютними резервами (ЗВР). Зокрема, необхідно вдосконалити методику розрахунку їхнього достатнього рівня, зважаючи на обсяги й темпи зростання зовнішнього державного боргу. Інакше кажучи, варто доповнити чинний критерій адекватності ЗВР формулою розрахунку їхнього оптимального обсягу, виходячи з необхідності можливого тиску на валютний ринок боргових платежів держави. Український науковець Т. П. Богдан (2012) на основі методики західних фахівців пропонує таку формулу:

$$\begin{aligned} \text{Міжнародні резерви} = & 30 \% \text{ Короткострокового зовнішнього боргу} + \\ & + 15 \% \text{ Портфельних інвестицій} + 15 \% \text{ грошової маси } M2 + \\ & + 10 \% \text{ експорту товарів і послуг.} \end{aligned}$$

Дефіцит держбюджету повинен фінансуватися за рахунок державних запозичень, зокрема кредитів МВФ та пов'язаного з цим фінансування від Єврокомісії та Світового банку.

Для підтримання макроекономічної стабільності, стійкості й безпечності державних фінансів в Європейському Союзі встановлено, зокрема, порогові значення таких індикаторів (% ВВП)²:

- кредити приватному сектору (консолідований) – 14 %;
- борг приватного сектору (консолідований) – 133 %;
- валовий борг загального уряду – 60 %;

¹ Про утворення Агентства з управління державним боргом України : постанова Кабінету Міністрів України від 12.02.2020 № 127. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/127-2020-%D0%BF#Text>.

² Alert Mechanism Report 2020. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=C_ELEX:52019DC0651&from=EN.

- баланс поточного рахунку платіжного балансу у середньому за три роки –4 / +6 %;
- чиста міжнародна інвестиційна позиція – 35 %.

Імовірний наслідок кризи COVID-19 – серія дорогих і неефективних реструктуризацій суверенного боргу. Інструменти умовного державного боргу здатні відіграти важливу роль у поліпшенні результатів цієї реструктуризації, вони сприятимуть зниженню внутрішнього коефіцієнта окупності для кредиторів України, що отримали ВВП-варанти, та збереженню рівня фінансової безпеки.

Загрози стосовно своєчасного обслуговування і виплат за державним боргом можуть посилюватись в разі ускладнення доступу України до міжнародних ринків капіталу. Важливою функцією Бюро економічної безпеки має стати аналітична робота, тож важливо, аби новий державний орган мав належний доступ до автоматизованих інформаційних і довідкових систем, реєстрів і баз даних, адміністратором яких є державні органи або органи місцевого самоврядування (законопроект № 3087-д від 02.07.2020). Євроінтеграційний курс державної політики зобов'язує Україну забезпечувати ефективне функціонування інститутів, які гарантуватимуть верховенство права, додержання прав та інтересів фізичних і юридичних осіб.

Провідні фахівці в галузі міжнародних фінансів дійшли згоди про те, що міцність національної економіки до впливу зовнішніх шоків, рівень державного боргу, величина бюджетного дефіциту, а також оцінка ринковими суб'єктами якості економічної політики є ключовими факторами, які визначають ймовірність розгортання боргової чи бюджетної кризи та виникнення боргових ускладнень у конкретній країні.

Вітчизняні вчені пропонують доволі широкий перелік індикаторів боргової безпеки (Барановський, 1999, с. 168–169; Єрмошенко, 2001, с. 204), які, проте, не завжди набувають форми фінансових правил у вітчизняному законодавстві.

Варто висловити такі застереження при використанні індикаторів фінансової безпеки. На думку авторів та за висновками численних досліджень, будь-який граничний показник стану державних фінансів не є статичним і потребує обережного застосування. Крім того, жоден із таких показників не дає змоги достатньо точно визначити поворотний пункт, починаючи з якого показники стану державних фінансів виявляються економічно неприйнятними, оскільки це великою мірою залежить від властивих країні конкретних факторів і обставин. Наприклад, вищі відносні показники державної чи зовнішньої заборгованості викликають менше побоювань у країнах із швидшими темпами зростання експорту, вищим відношенням експорту до ВВП і більшою часткою боргу в національній валюті.

У теорії та практиці управління державними фінансами не існує жорстко фіксованих показників оцінки критичності обсягу державного боргу та його обслуговування, універсальних для країн з різним рівнем економічного розвитку. Діагностика потенційних і наявних боргових проблем, застосування превентивних заходів завжди корелюють із макроекономічним станом позичальників, темпами відтворення в базових та інфраструктурних галузях, позиціями в міжнародному поділі праці й русі капіталів.

За результатами кількісного аналізу фахівцями Світового банку встановлено, що країни зі слабкими інститутами і неякісною економічною політикою, у яких державний борг не досягає рівня 30 % ВВП, 100 % експорту і 150 % доходів бюджету, характеризуються такими ж ризиками боргових ускладнень, як і країни із сильними інститутами, де державний борг не перевищує рівня 50 % ВВП, 200 % експорту і 250 % доходів бюджету (Kraay, & Nehru, 2006). Таким чином, доведено, що якщо встановити єдиний граничний рівень боргу для всіх країн з низьким рівнем доходів, це дасть змогу визначити країни, які більш схильні до боргових ускладнень, але при цьому ігноруватимуться такі важливі чинники, як курс економічної політики та сила впливу зовнішніх шоків.

У цілому аналіз різних підходів до визначення граничних значень фіскальних показників показує, що мають місце ситуативна селективність, суб'єктивний варіативний діапазон кількісних оцінок і умовна допустимість їх використання як орієнтирів фіскальної безпеки. Очевидно, що в умовах конкретної країни досить складно визначити масштаби необхідних коригувань стандартизованих критичних показників державного боргу, його структури та боргових виплат на викладені вище структурні й фінансові чинники. Тому з метою аналізу боргової безпеки граничні рівні боргових показників визначаються переважно на основі оцінок вітчизняних експертів і рекомендацій МФО.

З початком пандемії COVID-19 багато вчених і політиків почали говорити про доцільність чи можливість зміни зафіксованих у законодавстві граничних показників боргової безпеки (фіскальних правил) або тимчасового відходу від даних правил. Експерти МВФ обґрунтували, що змінювати фіскальні правила треба обережно, оскільки це пов'язано з певними репутаційними та фінансовими втратами (Gbohoui, & Medas, 2020). Наприклад, часті перегляди правил можуть вказувати на слабку прихильність уряду бюджетній дисципліні й викликати небажану реакцію ринку (підвищення вартості запозичень). У цілому, як стверджували фахівці МВФ, фіскальні правила (індикатори фіскальної безпеки) не слід переглядати, якщо немає великих і стійких відхилень від “найкращих” заходів політики.

Фіскальні правила повинні бути достатньо гнучкими для того, аби вони давали змогу поглинати (долати) неочікувані економічні та інші значні шоки. Але якщо перегляд фіскальних правил проводиться, то він повинен реалізовуватися відповідно до прозорої процедури (наприклад, із застосуванням законодавства, що передбачає процедури перегляду правил) і здійснюватися на основі схвалення парламентом. За наявності в країні незалежної фіскальної ради до неї можна звернутися за рекомендаціями.

У практичній площині кілька країн ввели застереження про звільнення від зобов'язань у свої системи фіскальних правил, особливо після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Наприклад, застереження про звільнення від зобов'язань було включено у 2011 р. до бюджетного законодавства ЄС. Серед інших прикладів можна привести Колумбію (2011 р.), Ямайку (2014 р.) і Гренаду (2015 р.).

Економісти МВФ наголошували, що, з огляду на серйозність епідеміологічного шоку в глобальному масштабі, швидше за все, відбудеться тимчасове значне погіршення ситуації з бюджетним дефіцитом і державним боргом у більшості країн світу. Багато країн вдалися до застережень про звільнення від зобов'язань за фінансовими правилами для того, аби обійти ці правила або призупинити їхню дію.

Фахівці МВФ аргументували, що в ситуації коронакризи введення в дію застережень про звільнення від зобов'язань за фінансовими правилами у багатьох країнах виправдано кількома факторами:

- Тимчасова криза охорони здоров'я, певно, вимагатиме виділення значного обсягу додаткових бюджетних ресурсів, що може призвести до порушення фінансних правил (наприклад, перевищення рівня бюджетного дефіциту або ліміту боргу);
- Очікується серйозне падіння економічної активності через застосування карантинних обмежень або наслідків реалізації інших заходів у інших країнах, які впливають на зовнішній попит. Вплив на бюджет, імовірно, буде великим через дію так званих автоматичних стабілізаторів економіки, оскільки податкові надходження знижуються, а циклічні витрати, такі як допомога з безробіття та ін., зростають з огляду на зниження економічної активності, а також реалізацію дискреційних заходів фінансової політики, вжиття яких є необхідним для боротьби з кризою;
- Країни – експортери біржових товарів стикаються з раптовими і масштабними негативними шоками умов торгівлі. До них належить, серед іншого, значне падіння цін на нафту, яке призводить до істотного скорочення бюджетних доходів у країнах – її експортерах.

У низці випадків введення в дію застережень відбувалося автоматично, оскільки національні фінансові правила країн були прив'язані до правил ЄС. Так, зокрема, сталося в Португалії, Франції та Італії. В інших країнах діяли власні фінансові правила і застереження про звільнення від зобов'язань. Наприклад, у Німеччині парламент кваліфікованою більшістю голосів затвердив додатковий бюджет з великим пакетом бюджетних заходів, а також призупинив дію правила “боргового гальма”.

У Бразилії уряд запропонував Національному конгресу оголосити режим надзвичайного стану, який дозволяв порушувати цільовий показник первинного сальдо бюджету та інші обмеження, встановлені законом про бюджетну відповідальність. У запиті уряду було позначено дату закінчення режиму (кінець 2020 р.), пояснено причини його введення і наведено оцінки економічних наслідків.

У Коста-Ріці набрав чинності Указ про надзвичайний стан і передбачалося введення в дію застереження про звільнення від зобов'язань за фінансовими правилами у разі надзвичайних обставин, що давало змогу підняти поточні витрати вище порогового значення у 2020 р.

У Колумбії Консультативний комітет з питань фінансних правил зазначав, що конструкція фінансних правил допускала додаткові (контрциклічні) витрати в

розмірі до 20 % прогнозованого розриву між фактичним і потенційним обсягом виробництва.

Також слід зауважити, що фінансові правила на основі показників загального балансу не дають можливості виокремити частину бюджетних операцій, викликану змінами економічного циклу (зменшення надходжень та збільшення видатків у періоди рецесії, примноження доходів у разі економічного зростання, а також скорочення видатків, пов'язаних із циклічними коливаннями). Але без урахування цієї частини фінансові правила перестають виконувати свої функції. Встановлення граничних рівнів дефіциту загального бюджету (3 % ВВП) і боргу (60 % ВВП) є фактором обмеження експансійної бюджетної політики під час економічного зростання. Проте в умовах рецесії такі правила звужують можливості забезпечення фінансової стабільності й підтримки сукупного попиту, що спонукає уряди до перевищення обмежувальних індикаторів.

В ЄС було розроблено окрему низку керівних принципів класифікації операцій, які можна віднести до одноразових та тимчасових заходів фінансової політики для того, щоб зробити критерії, котрі використовуються у фінансовому нагляді, прозорішими. До основних принципів таких одноразових заходів фінансової політики відносять¹:

- одноразові заходи, які за своєю суттю не повторюються. Разові заходи – це транзакції, які за природою надають лише тимчасовий разовий вплив на доходи або витрати сектору ЗДУ;
- одноразовий характер заходів не може бути визначений законом або рішенням уряду. Тобто такий характер не повинен залежати від того, що уряд законодавчо приписує таку міру до тимчасової або постійної (не залежить від законодавчо встановленого статусу, а визначається лише за її характеристикою та сутністю);
- волатильні компоненти доходів або витрат не повинні розглядатись як разові. Зрозуміло, що циклічну частину доходів або витрат не слід розглядати як одноразову, оскільки її вплив уже враховано шляхом циклічного коригування балансу сектору ЗДУ;
- цілеспрямовані політичні дії, які збільшують дефіцит, як правило, не вважаються одноразовими. Положення про одноразові заходи насамперед призначені для усунення політичних дій, які не ведуть до стабільного поліпшення бюджетного балансу;
- одноразовими вважаються тільки заходи, що мають значний вплив на загальний рівень дефіциту сектору ЗДУ. Як правило, заходи менше 0,1 % ВВП не розглядаються як одноразові.

Далі наведено низку характерних особливостей національних класифікацій державних фінансів, які потребують гармонізації з міжнародними стандартами статистичної звітності.

¹ Report on Public Finances in EMU / European Commission. 2015. December. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip014_en.pdf.

Специфіка бюджетної статистичної звітності України полягає в наявності суттєвих розбіжностей у класифікації дефіциту, доходів та видатків відносно рекомендацій міжнародних стандартів. Видатки сектору ЗДУ України є більш гармонізованими з міжнародними стандартами статистики, але наразі присутні певні неузгодженості в обліку тих чи інших видатків.

Для загальної транспарентності та збереження консистентності статистики державних фінансів детальна гармонізація їх показників є обов'язковою умовою, але також слід зауважити, що для визначення гармонізованого дефіциту за міжнародними стандартами статистики повну перекласифікацію доходів/видатків сектору ЗДУ робити не обов'язково. Для гармонізації дефіциту сектору ЗДУ достатньо ідентифікувати показники його доходів/видатків, які повинні бути виключені/включені до/з їх складу.

Зважаючи на складне становище у сфері державних фінансів та економіки в цілому, яке виникло через всесвітню пандемію у 2020 р., слід підкреслити, що такі підходи до оцінки фактичного фіскального балансу можуть стати досить корисним, оскільки дають змогу оцінювати дефіцит за міжнародними підходами без особливої зміни в законодавстві країни.

На підставі викладеного доходимо таких висновків.

1. Проблема дефіциту – одна з найважливіших у фінансовій науці, і, підсилена негативними наслідками глибокої кризи внаслідок пандемії COVID-19 та зростанням обсягів державного боргу, вона може розглядатися в контексті гарантування економічної безпеки будь-якої держави.
2. Одним із важливих напрямів в Україні, на думку авторів, має стати контроль за дефіцитом сектору ЗДУ, що може стати величезною проблемою для економіки в подальшому.
3. Фіскальні правила з обмеження фактичного дефіциту та боргу допомагають контролювати боргову стійкість, однак можуть призводити до проциклічного ефекту фіскальної політики. Фіскальні правила з обмеження циклічно-скоригованого та структурного дефіциту допомагають контролювати довгострокову фіскальну стійкість, забезпечувати циклічну нейтральність бюджету та сприяти контрциклічності фіскальної політики, однак є складними для моніторингу.
4. Система фіскальних правил України повинна розвиватися в напрямі законодавчого закріплення процедур примушення до виконання, моніторингу, відповідальності, а також гнучкості при настанні надзвичайних обставин.
5. Для загальної транспарентності та збереження консистентності статистики державних фінансів детальна гармонізація показників державних фінансів є обов'язковою умовою, але також варто наголосити на тому, що для визначення гармонізованого дефіциту за міжнародними стандартами статистики повну перекласифікацію доходів/видатків сектору ЗДУ робити не обов'язково. Для гармонізації дефіциту сектору ЗДУ достатньо ідентифікувати показники його доходів/видатків, які повинні бути виключені/включені до/з їх складу.

2.2.1. Монетарний суверенітет національної економіки

Безпосередньому розгляду якісних характеристик монетарного суверенітету цілком логічно повинне передувати зауваження стосовно термінологічного визначення предмета дослідження, оскільки наукова думка поки що не виробила в цьому напрямі єдиного підходу. Отже, для потреб цього дослідження під монетарним суверенітетом мається на увазі абсолютне право та реальна здатність держави здійснювати необхідну емісію власної валюти (тобто грошових коштів, деномінованих у власній грошовій одиниці) й забезпечувати порядок її використання на власній території та в операціях із нерезидентами. У своєму зовнішньому прояві він виступає як принцип певної автономії держав у організації грошового обігу, вільного від примусу й обмежень, а у внутрішньому – як демократична легітимація права держави або регіонального об'єднання здійснювати власну монетарну політику.

Таким чином, ми виходимо з того, що поняття монетарного суверенітету включає внутрішні й зовнішні аспекти, котрі, відповідно, описуються як грошовий суверенітет і валютний суверенітет. Якість, тобто повнота й ефективність, монетарного суверенітету може бути визначена низкою характеристик як формального, так і фактичного її стану (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Якісні характеристики монетарного суверенітету

I. Формальні характеристики		II. Фактичні характеристики	
Внутрішні		Внутрішні	
1.1	Юридичне оформлення монетарного суверенітету	2.1	Статус та вид монетарного таргетування
1.2	Дискреційне право емісії		
1.3	Статус єдиного законного засобу платежу		
Зовнішні		Зовнішні	
1.4	Рівень конвертованості	2.2	Валютизація (доларизація) внутрішнього грошового обігу
1.5	Валютно-курсний режим		
1.6	Наявність золото-валютного резерву	2.3	Статус міжнародної валюти
1.7	Участь у валютній інтеграції		

Складено автором.

Україна як член МВФ із вересня 1992 р. також добровільно взяла на себе певні обмеження валютного суверенітету, що випливають із норм Угоди про МВФ.

Характеристики складових мають не тільки якісне, а й кількісне вимірювання, котре відображає ступінь досягнення (забезпечення) в країні того чи іншого параметра монетарного (валютного) суверенітету. Щоправда, не всі якісні характеристики взагалі підлягають квантифікації, а в окремих випадках вона має доволі сумнівний характер. Більше того, як показує практика, кількісні показники не можуть

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

бути чіткими орієнтирами визначення рівня монетарного суверенітету, оскільки в країнах із однаковими показниками ймовірна різна ситуація із забезпеченням монетарного суверенітету залежно від інших обставин, у т. ч. політичних, макроекономічних, культурних (цивілізаційних), а також із урахуванням історичної динаміки таких показників. Тому вони повинні використовуватися саме як індикативні, що доповнюють якісний аналіз стану справ у цій царині.

У науковій літературі відображено широкий спектр поглядів фахівців на вимірювання процесів, що стосуються різних аспектів поняття монетарного суверенітету. Їх огляд вимагав би більш детального аналізу різних економетричних моделей, а тому для нами було використано лише деякі з них (де зроблено огляд різних підходів щодо вирішення цієї проблеми) (Reinhart, 2001; Mwase, & Kumah, 2015 та ін.).

Отже, як основні індикатори монетарного суверенітету можна запропонувати такі (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Основні індикатори монетарного суверенітету

Індикатор		Критичне значення	Оптимальне значення
<i>Внутрішні характеристики</i>			
3.1	Монетарне таргетування		
3.1.1	Таргетування монетарної бази (приріст за рік до приросту ВВП)	Відхилення більше ніж на 20 % від оптимального	1,0
3.1.2	Таргетування валютного курсу (волатильність протягом місяця)	> 0,05	0,025
3.1.3	Таргетування інфляції	> 10 %	2 %
3.2	Монетизація державного боргу (Державний борг, профінансований ЦБ / Загальна сума державного боргу)	> 0,25	0,1
<i>Зовнішні характеристики</i>			
3.3	Рівень доларизації		
3.3.1	Доларизація платежів	> 0,2	0
3.3.2	Доларизація депозитів	> 0,2	0–0,1
3.3.3	Доларизація кредитів	> 0,2	0–0,1
3.4	Золотовалютні резерви:		
3.4.1	Загальний обсяг чистих резервів (Загальний обсяг / Платежі за зовнішніми боргами + покриття прогнозованого дефіциту поточного рахунку протягом дванадцяти місяців)	< 1,0	1,5
3.4.2	Частка монетарного золота в загальних зовнішніх резервах	–	0,05–0,1

Складено автором.

Монетарне таргетування, тобто здійснення центральним банком емісійної діяльності (й загалом грошово-кредитної політики) відповідно до певної цілі, обраної на основі дискреційного права, відображає ефективність і відповідальність центрального банку в процесі проведення грошової емісії згідно з цим правом, обумовленим наявністю монетарного суверенітету (за відсутності такого права емісія здійснюється або іноземним органом, або валютним бюро залежно від надходження відповідної іноземної валюти).

Економічною наукою не запропоновано однозначного критерію оптимального чи критично прийняттого обсягу державного боргу. Тому критичний рівень заборгованості кожної окремої держави визначається фактично ефективністю використання запозичень та можливістю їх обслуговування. Представники сучасної монетарної теорії (ММТ) узагалі вважають, що держава не може збанкрутувати щодо внутрішнього боргу, оскільки він може й повинен фінансуватися за рахунок грошової емісії. Тобто йдеться про прямий викуп центральними банками боргових зобов'язань уряду. Втім, на практиці такий метод у більшості країн не застосовується (починаючи з 1960–1970-х років), хоча центральні банки можуть купувати урядові цінні папери на вторинному ринку (й така практика активізується в рамках політики “кількісного пом'якшення”.

Однак, залишаючись у рамках мейнстриму, можна рекомендувати центральним банкам викупати щонайбільше 10 % державних боргових зобов'язань, деномінованих у національній валюті, адже в разі перевищення показника у чверть такого боргу настає помітна залежність центрального банку від фіскальної політики уряду. (Залежно від подальшого розвитку ММТ такий підхід може змінитися.)

Серед західних економістів поширена класифікація доларизації, що включає два інших її елементи: 1) заміщення валют (currency substitution); 2) заміщення активів (asset substitution).

Логічно, що в першому випадку показник доларизації можна вирахувати як співвідношення суми іноземної валюти в обігу до загальної грошової маси. Утім, на практиці чисельник важко точно визначити, тому доводиться користуватись експертними оцінками (котрі можуть помітно відрізнятись). У літературі зазвичай обчислюється коефіцієнт доларизації депозитів у номінальному виразі як відношення депозитів в іноземній валюті до “широких” грошей чи загальних депозитів. Ми виходимо з того, що монетарний суверенітет передбачає цілковиту відсутність іноземної валюти у внутрішньому грошовому обігу країни, натомість рівень 15 % є допустимим (або навіть оптимальним (Khvedchuk, Sinichenko, & Torf, 2019, с. 40) для країн із перехідною економікою) для валютної частки банківських депозитів і кредитів, окрім наданих імпортерам. Натомість перевищення частки у 20 % у кожному з цих випадків свідчить про загрозу для монетарного суверенітету держави.

З точки зору забезпечення монетарного суверенітету оптимальним є єдиний критерій Грінспена – Гвідотті, згідно з яким країни повинні підтримувати свої золотовалютні резерви на рівні, достатньому для здійснення платежів за зовнішніми

боргами без нових запозичень і покриття прогнозованого дефіциту поточного рахунку протягом 12 місяців. Країни, що свого часу не створили великих золотих запасів та не змушені підтримувати золотодобувні компанії, як правило, обмежують розмір таких запасів до 5 % загального обсягу зовнішніх резервів.

2.2.2. Монетарна безпека національної економіки з урахуванням наслідків пандемії COVID-19

Визначення кількісних індикаторів монетарної безпеки безпосередньо пов'язане з ключовими аспектами й результатами проведення монетарної політики. Незважаючи на активні дослідження ознак успішної (безпечної, несуперечливої, стійкої) монетарної політики, єдиного усталеного погляду на перелік її кількісних параметрів наразі не існує. Водночас аналіз практичних підходів до визначення її ключових властивостей свідчить, що їхнім кінцевим критерієм виступають (або мають виступати) стає економічне зростання та підтримка максимальної зайнятості робочої сили.

Цільова прив'язка монетарної політики до зниження рівня безробіття є, скоріше, надзвичайним винятком, ніж загальним правилом. Проте сам факт існування таких винятків дає змогу з'ясувати, які саме орієнтири постають (мають бути) ключовими критеріями дієвості монетарної політики й монетарної безпеки.

Враховуючи багатфакторність економічного зростання та зайнятості, а також їхня залежність не лише від якості проваджуваної монетарної політики, ефективність останньої зазвичай оцінюється за рівнем (споживчої) інфляції, курсової динаміки національної валюти й доступності грошових (кредитних) ресурсів.

Кількісні оцінки безпечного рівня інфляції, як правило, варіюють від 1 % до близько 10 % на рік. Причому чим менш ринково розвинутою є економіка, тим вищим вважається рівень властивої їй інфляції. Разом із тим самі по собі такі оцінки залишаються умовними в тому розумінні, що їхній рівень де-факто змінюється під впливом змін глобального інфляційного фону. Крім того, конкретні висновки щодо бажаного (безпечного) рівня інфляції приймаються монетарними й фінансовими регуляторами з огляду на фактичні та очікувані показники зайнятості й ділової активності в країні.

Критичні межі курсових коливань національної валюти великою мірою залежать від типу запровадженого в економіці валютного режиму. Так, за фіксованого режиму небезпечним може виявитися вже сам факт відхилення валютного курсу від його офіційно встановленого рівня. Аналогічне зауваження може бути коректним і за умов м'якої прив'язки валютного курсу з офіційно визначеним коридором його допустимих коливань: у такому випадку небезпеку може нести саме порушення цього коридора.

Проте більш нестандартним видається визначення критичних меж курсових коливань для умов гнучких валютних режимів. Адже, попри поширені уявлення, вони також здатні провокувати певні ризики. При цьому у випадку вільно конвертованих, або "твердих", валют зазвичай ідеться про небезпеку їх надмірного

посилення (“голландська хвороба”, прецедент “валютних воєн”¹), а в разі застосування “м’яких” валют – про ризик некерованого знецінення. В останньому випадку курсові коливання в діапазоні $\pm 15\%$ найчастіше не вважаються загрозливими, хоча знецінення на 25 % може за певних обставин інтерпретуватись як “валютний крах”. Водночас небезпечні межі курсових коливань у кожному окремому випадку визначаються з урахуванням інших економічних показників, включаючи темпи економічного зростання, динаміку інфляції, стан платіжного балансу, достатність міжнародних резервів, рівень доларизації економіки, її відкритість, залежність від експортних ринків сировини, зміни світової кон’юнктури на неї тощо.

Показники фінансової глибини в монетарній політиці представлені насамперед рівнем монетизації національної економіки, її кредитною й банківською глибиною. При цьому фінансова глибина розвинутих економік зазвичай більша, ніж країн із ринками, що формуються. Поширеними є мінімальні орієнтири в 40–50 % ВВП (рівень монетизації) та 100 % (відношення банківських активів до ВВП). Водночас їх досягнення на практиці шляхом “кількісного пом’якшення” не завжди може бути ефективним. Адже у відкритих та/або доларизованих економіках значна частка емітованих грошей неминуче опиняється на валютному ринку, що може механічно стимулювати зростання не так реального виробництва, як цін та інфляції.

Можливості країн із ринками, що формуються, в цьому плані є обмеженішими, ніж в економік із розвинутими та місткими фінансовими ринками. Адже активна монетарна політика перших, на відміну від других, істотно залежить від чистих валютних надходжень, котрі дають змогу збільшити грошову пропозицію, не загрожуючи знеціненням національної валюти. Контроль над рухом капіталу в такому випадку виступає важливим інструментом зменшення цих обмежень.

Додаткову роль валютного буфера відіграють міжнародні резерви. Попри різні підходи до визначення їхнього адекватного рівня, наявні оцінки МВФ наразі дають певну відповідь на це питання. Їх диверсифікація відповідно до застосовуваних валютних режимів і валютних обмежень, а також низки інших індикаторів дає змогу інтегрувати в одному показнику кілька поширених критеріїв достатності резервного буфера.

Оскільки процентні ставки слугують не тільки дезінфляційним, а й стимулюючий інструментом, їхні номінальні значення можуть бути як додатними, так і від’ємними. Їх концептуальний зв’язок із цільовими рівнями інфляції та економічного зростання представлено в так званому правилі Тейлора.

З огляду на високий рівень доларизації й торговельної відкритості України, а також (напів)сировинний характер її економіки, забезпечення національної монетарної безпеки має передбачати: керовану динаміку не лише інфляції, а й валютно-го курсу гривні, накопичення (неборгове) адекватного обсягу міжнародних резер-

¹ Currency wars – Lose-lose or win-win? The Economist. 2015. February 4. URL: <https://www.economist.com/buttonwoods-notebook/2015/02/04/lose-lose-or-win-win>.

вів, застосування контролю над рухом капіталу, розбудову кредитно-фінансових каналів для спрямування банківської ліквідності у реальні сектори національного виробництва.

2.2.3. Якісні характеристики та кількісні індикатори монетарної безпеки

Якісними характеристиками незалежності ЦБ ми вважаємо: ступінь відповідності корпоративного управління передовим стандартам і наявність механізму прийняття рішень з монетарної політики колегіальним органом, в якому представлені усі зацікавлені сторони, а не лише ЦБ. Як додатковий показник для регулярного моніторингу і порівняння з іншими центральними банками доцільно використати модифікований Індекс незалежності центрального банку.

До індикаторів безпеки належать: оптимальна споживча інфляція (в Україні цільовий рівень $5 \pm 1\%$); коефіцієнт монетизації економіки не нижче 1,0 (факт 42 %); співвідношення активів банківської системи до ВВП (не менше 100 %, факт 40 %). Пропонуємо замінити показник споживчої інфляції на розширений індекс інфляції що враховує динаміку цін на фінансові активи та нерухомість.

Наведений графік показників грошової бази (рис. 2.1) показує збереження тенденцій у 2020 р., основним фактором її приросту є збільшення готівки в обігу поза банками.

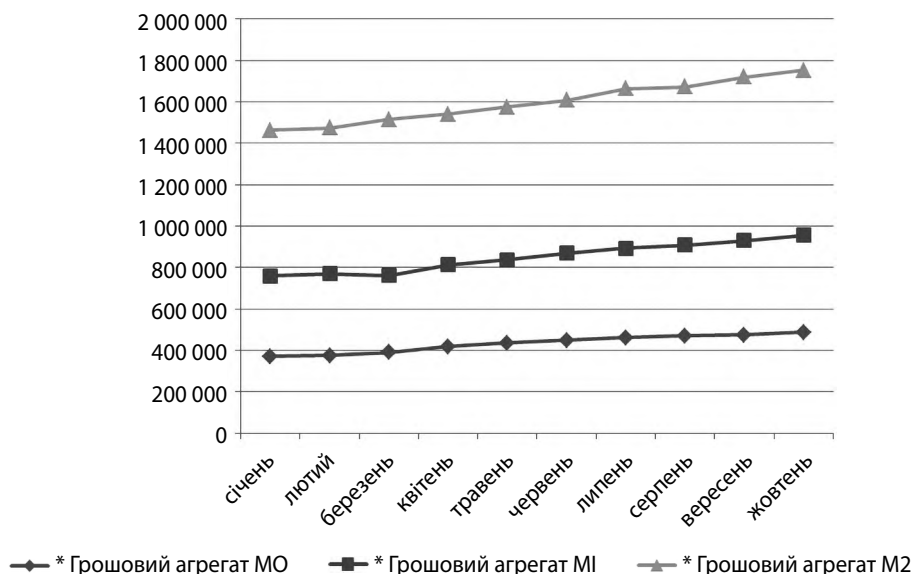


Рис. 2.1. Динаміка монетарних агрегатів України у 2020 р., млрд грн

Побудовано за: Економічні та фінансові показники України / НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds/sdds-data>.

Індикаторами належного управління масою грошей в обігу пропонуємо обирати: 1) синхронну динаміку грошової маси за монетарними агрегатами відповідно до приросту ВВП країни; 2) підтримання швидкості обігу грошової одиниці; 3) монетизацію економіки; 4) послідовне скорочення частки готівкових грошей в обігу до мінімально припустимого (функціонального) рівня.

Індикатори довіри населення до національної валюти пропонуємо визначати за результатами періодичного (квартального) моніторингу відповідей представницьких вибірок населення, тобто шляхом проведення опитування.

Як індикатори захищеності національної валюти від підробок доцільно обрати частку підроблених грошових знаків у обігу, про що має звітувати ЦБ на кварталній основі.

Монетарна стабільність тлумачиться авторами як тріада, що включає цінову стабільність, курсову стабільність і стабільність процентних ставок. Невідомою рисою монетарної стабільності є надійна робота центрального банку як органу монетарної політики. Нами розглядається середовище пандемії не як тимчасове, а як початок переходу на роботу ЦБ у нових умовах, що має незворотний характер.

У зарубіжній практиці поширена методика розрахунку індексу незалежності центрального банку (СВІ). Методику обчислення цього індексу, розроблену Цукерманом та ін. у 1992 р., доповнено у 2020 р. (Mas et al., 2020). Сукупний індекс СВІ є зваженим індексом з чотирьох компонентів, що включає 16 індикаторів (критеріїв):

1. Посада голови ЦБ (вага в індексі 0,2):
 - тривалість терміну повноважень,
 - організація, якій делеговано призначення;
 - порядок звільнення;
 - можливість обіймати ще одну посаду.
2. Незалежність політики (вага в індексі 0,15):
 - відповідальність центрального банку за формулювання монетарної політики;
 - правила щодо розв'язання конфліктів між центральним банком та урядом;
 - ступінь участі центрального банку у формуванні бюджету уряду.
3. Цілі центрального банку (вага 0,15):
 - монетарна стабільність як одна з основних цілей політики.
4. Обмеження щодо надання кредитів центральним банком державному сектору, еквівалента фінансовій незалежності (вага 0,5):
 - кредити;
 - сек'юритизоване кредитування;
 - орган, який контролює умови (термін погашення, процентну ставку та розмір) позики;
 - коло потенційних позичальників центрального банку;
 - типи обмежень за позиками;

- термін погашення позик;
- обмеження процентних ставок, що застосовуються до кредитування;
- заборона участі ЦБ на первинному ринку державних цінних паперів.

Ми вважаємо за доцільне запропонувати для використання в межах щорічного моніторингу незалежності Національного банку України таку оцінку.

Цей індекс заслуговує на модифікацію: доповнення компонента № 2 критерієм формування складу Комітету з монетарної політики і деталізації компонента № 3, а саме розбиття цілей монетарної політики на фінансову стабільність (інфляційна, валютна, процентна ставки) та макроекономічну стабільність (приріст ВВП і рівень безробіття).

Розмір активів центральних банків раптово збільшився у 2020 р. Як приклад наведено дані про динаміку активів провідних країн світу в період з 2007 р. по жовтень 2020 р.

На рис. 2.2 ми бачимо найбільший приріст активів ФРС США та Банку Японії. Масштаби стрибка у 2020 р. суттєво перевищують приріст за часів глобальної фінансової кризи (зміна у 2008 р.).

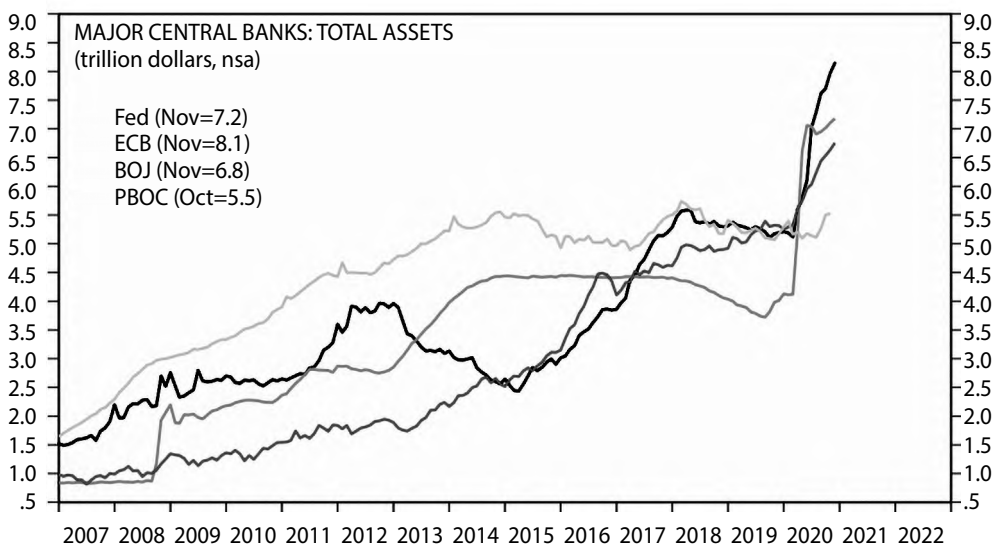


Рис. 2.2. Загальні активи ФРС США, ЄЦБ, Банку Японії та Народного банку Китаю

Джерело: Monthly Balance Sheets / Yardeni Research, Inc. 2020. December 4. URL: www.yardeni.com.

Загальний обсяг активів чотирьох великих банків розвинутих країн – ФРС, ЄЦБ, Банку Японії та Народного банку Китаю – на початку листопада 2020 р. становив близько 27,2 трлн дол. США проти менше ніж 19,5 трлн дол. наприкінці лютого 2020 р.

Аналогічні тенденції демонструють центральні банки більшості країн світу.

2.3. Обґрунтування основних якісних характеристик та кількісних індикаторів фіскальної безпеки національної економіки на основі запровадження інструментів запобігання розмивання податкової бази та виведення прибутку з-під оподаткування

Обмін податковою інформацією, та умови уникнення подвійного оподаткування, передбачені міжнародними угодами, формували основу для прийняття рішень у податковій сфері щодо резидентів-платників, які мають доходи поза межами країни. Виокремлюють такі форми обміну податковою інформацією:

1) обмін інформацією за запитом – найпоширеніший метод. Так, банківська інформація в Австрії може бути отримана тільки за запитом. Найсуворіший підхід застосовується Ліхтенштейні, де запит податкової інформації є єдиним непублічним способом адміністративної співпраці;

2) автоматичний обмін – системна передача інформації про платника податків, яка стосується різних категорій доходів та інших видів інформації держав-партнерів за угодою: без попереднього запиту і через регулярні часові інтервали¹;

3) спонтанний (ініціативний) обмін – обмін без попереднього запиту²: суть такого обміну полягає в тому, що одна держава за власною ініціативою надає іншій інформацію про правопорушення її резидентів чи інші факти, які можуть призвести до втрати податкових надходжень, де ключовим є питання співпраці зі співробітниками місцевих податкових органів та їх навчання.

Зазначені види обміну податковою інформацією можуть застосовуватись як самостійно, так і в комбінації, що може давати суттєвий синергійний ефект та підвищувати точність і достовірність такої інформації.

Оцінивши потенціал FATCA, у рамках ОЕСР розробили механізм обміну інформацією в автоматичному режимі, але вже в глобальному масштабі і на основі взаємності. Так з'явився Єдиний стандарт звітності (Common Reporting Standard – CRS), повна назва якого “Стандарт автоматичного обміну інформацією про фінансові рахунки в податкових цілях” (англ. Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information in Tax Matters, AEOI)³. Текст CRS було узгоджено в загальних рисах, а у 2014 р. схвалено Декларацію ОЕСР про автоматичний обмін податковою інформацією. Остаточний текст стандарту CRS, опублікований у рамках ОЕСР у липні 2014 р., передбачає щорічний автоматичний обмін інформацією між державами, які його імплементували. Це найбільш перспективний міжнародний інструмент співробітництва щодо подолання асиметрії податкової інформації.

¹ The Multilateral Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters: Amended by the 2010 Protocol / OECD, Council of Europe. 2011. URL <https://doi.org/10.1787/9789264115606-en>.

² Manual on the implementation of exchange of information provisions for tax purposes / Approved by the OECD Committee on Fiscal Affairs on 23 January, 2006. Module 2 on spontaneous exchange of information URL: <https://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/36647914.pdf>.

³ OECD Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information in Tax Matters URL: <http://www.oecd.org/tax/transparency/automaticexchangeofinformation.htm>.

Здійснювати автоматичний обмін інформацією, починаючи з 2017 р., погодилися 52 країни (підписали Міжнародну міжвідомчу конвенцію про автоматичний обмін інформацією щодо рахунків нерезидентів). Відповідно до конвенції, обмін інформацією здійснюватиметься раз на рік. Компетентні органи країн-учасниць будуть запитувати у фінансових установ інформацію про рахунки нерезидентів та в автоматичному режимі направляти її до компетентних органів країн, резидентами яких є відповідні особи. Інформація включатиме, зокрема, відомості про ім'я власника рахунку та отримані ним дивіденди, доходи за депозитами, доходи від продажу активів та ін. До конвенції приєдналися всі держави – члени Євросоюзу, ряд інших держав – членів ОЕСР, а також окремі офшорні юрисдикції (острови Гернсі, Джерсі, Мен, Бермудські острови, Британські Віргінські острови та Кайманові острови).

Крім того, є низка країн і територій, які поки не підписали Конвенцію МСАА, але висловили політичну готовність почати автоматичний обмін інформацією до певної дати. Тобто ці країни планують приєднатися до Конвенції МСАА найближчим часом або імплементувати стандарт CRS іншим способом. Крім того, окремий обмін за стандартом CRS буде проводитися на підставі відповідної директиви ЄС, угоди між ЄС і третіми країнами, а також двосторонніх угод, таких як угоди Великобританії CDOT¹.

Слід зазначити, що проблеми впровадження системи міжнародного автоматичного обміну податковою інформацією мають свої витоки на національному рівні і можуть посилюватись через корупціогенні фактори в окремих країнах з низьким рівнем інституційної готовності.

Нині згідно з договорами про уникнення подвійного оподаткування (DTT) і угодою про обмін інформацією за запитом (TIEA) забезпечується обмін інформацією тільки за запитом, де форма і зміст запиту суворо визначені. На практиці виявляється, що запитуюча сторона, обґрунтовуючи запит, вже має бути забезпечена значними доказами щодо ухилення платника податків, перш ніж зробити його, а не розраховувати на інформацію, яка буде отримана від запитуваної юрисдикції, ґрунтуючись лише на підозрах.

Обмін інформацією, у т. ч. автоматичний, базований на зобов'язаннях кожної зі сторін надавати інформацію, яка збирається її органами щодо підконтрольних осіб, котрі перебувають у межах його територіальної юрисдикції, а також використовувати всі відповідні заходи зі збору інформації для надання запитуваних даних, незважаючи на те, що сама сторона обміну може не потребувати такої інформації для своїх власних податкових цілей. Однак не всі низькоподаткові юрисдикції та країни, що розвиваються, мають власні внутрішні механізми для збору і зберігання необхідної інформації про клієнтів. Отже, в окремих випадках з'ясовується, що інформація для обміну відсутня. Необхідно запровадити ефективні правові механізми для вирішення цієї проблеми та забезпечення можливості ефективного обміну

¹ Automatic Exchange. International framework for the CRS / OECD. URL: <http://www.oecd.org/tax/automatic-exchange/international-framework-for-the-crs/>.

податковою інформацією. Одним з ефективних рішень є поширення багатосторонніх угод про автоматичний обмін інформацією між країнами.

Останнє має особливе значення для України, оскільки, хоч наша держава і не є низькоподатковою юрисдикцією, рівень правового й адміністративного забезпечення обміну податковою інформацією на сьогодні є недостатнім навіть для задоволення потреб внутрішніх користувачів. Тому, крім необхідності розв'язання проблем щодо отримання та обробки податкової інформації на міжнародному рівні, необхідно одночасно вирішити відповідні питання на національному рівні.

Окремим блоком слід виділити невідповідність технічних регламентів зберігання, обробки та передачі даних на національному рівні для використання на міжнародному рівні в цілях автоматичного обміну. Слід підкреслити, що подолання зазначеної проблеми також є ресурсовитратним завданням у плані як часу, так і методологічного, інфраструктурного та законодавчого регламентування.

Реалізація на практиці автоматичного обміну інформацією в рамках багатосторонньої конвенції ОЕСР про взаємну адміністративну допомогу з податкових питань¹, вимагає наявності окремої, додаткової, багато- або двосторонньої угоди між компетентними органами сторін Конвенції МСАА. Для її реалізації на національному рівні країна має підготувати відповідні інституційні зміни, що дадуть змогу забезпечити прозорість податкового адміністрування та достовірність фінансової інформації на уніфікованій основі. Для цього відбувається оцінювання експертами ОЕСР країн щодо готовності запровадити автоматичний обмін податковою інформацією.

Для багатьох осіб, які досі приховують активи за кордоном, стало очевидним, що шанси виявлення податковими органами фактів ухилення від сплати податків значно зростуть найближчим часом. Вже тепер стало очевидним, що навіть ухвалення політичної угоди щодо прийняття стандарту має позитивний вплив на поведінку платника податків, а також на сплату податків, що відбувається в країнах за рахунок реалізації програм добровільного розкриття інформації, про що детальніше йтиметься далі. При цьому можливість “бути сумлінним” для платників податків може бути реалізована лише до набрання чинності автоматичного обміну інформацією відповідно до стандарту².

Таким чином, автоматичний обмін передбачає регулярне та систематичне надання фінансової інформації державою А державі Б щодо доходів/активів резидентів держави Б у державі А (однак потребує узгодження процедура обміну між державами А та Б). Прозорість платника для податкових органів забезпечується через розкриття інформації, яка перебуває в розпорядженні фінансових установ, зобов'язаних збирати й передавати податковим органам інформацію про подат-

¹ Станом на лютий 2017 р. до неї приєдналися 108 юрисдикцій. Див: Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters. URL: <http://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/convention-on-mutual-administrative-assistance-in-tax-matters.htm>.

² Update on Voluntary Disclosure Programmes: A path way to tax compliance / OECD. 2015. URL: <https://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/Voluntary-Disclosure-Programmes-2015.pdf>.

ковий статус компаній та бенефіціарів усіх своїх клієнтів. Визначальним кроком, з цієї точки зору, є підписання багатосторонньої конвенції про співробітництво між податковими органами з питань автоматичного обміну податковою інформацією (МСАА), яка встановлює загальні стандарти подання звітності на міжнародному рівні відповідно до стандарту CRS. Країни, що ратифікували конвенцію зобов'язані внести зміни до національного законодавства з тим, щоб механізми автоматичного обміну інформацією запрацювали. Країни, котрі не приєдналися до конвенції, але висловили політичну готовність долучитися до автоматичного обміну інформацією, мають імплементувати загальний стандарт звітності в інший спосіб. Тобто відомості про стан рахунків у зарубіжних банках вже не будуть таємницею для податкових органів.

Основні зусилля провідних країн спрямовані за двома головними напрямками:

- 1) боротьба з конфіденційністю володіння офшорними компаніями;
- 2) перехід процесу обміну інформацією в “автоматичний режим” – тобто регулярний, без окремих запитів і такий, що стосується всіх.

У багатьох країнах світу платникам було надано можливість добровільно розкрити важливу для оподаткування інформацію¹.

Аналіз наявних документів, розроблених ОЕСР, дає змогу сказати про те, що обмін податковою інформацією в цілях оподаткування можна розглядати:

- як адміністративний метод боротьби з ухиленням від сплати податків та протидію шкідливій податковій практиці;
- як інструмент уникнення подвійного оподаткування.

Отже, суть питання зводиться до розкриття інформації, доступу до неї. Обмін інформацією між податковими органами різних держав посідає найважливіше місце серед міжнародних інструментів боротьби з транскордонними податковими схемами.

¹ Study on Offshore Voluntary Disclosure 2010 / OECD. URL: <http://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/2010oecdstudyonoffshorevoluntarydisclosure.htm>.

■ Розділ 3

СОЦІАЛЬНА ДОВІРА ДО ІНСТИТУТІВ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ВЛАДИ ЯК ЧИННИК ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ

3.1. Об'єктивне підґрунтя дослідження довіри як чинника фінансової та монетарної безпеки

Довіра є однією з ключових засад існування людини і суспільства. Вона виникає як складова сумісно-розділеної діяльності, що є тією соціально-економічною клітиною, з котрої в історичному процесі сформувалися: з боку розділеності – людина, а з боку сумісності – суспільство. Навіть загінне полювання, одна з перших форм людської діяльності, не могла б існувати без довіри між людьми, що нею займалися. Довіра є практично вихідним і основоположним інститутом, який у ролі моменту входить до всіх складових інституційної системи суспільства (Гриценко (ред.), 2020, с. 9–26).

У реальній економіці довіра є імпліцитною, такою, що завжди існує як момент, але не проявляється як особливе соціально-економічне відношення. У фінансовому секторі та грошово-кредитних відносинах вона, навпаки, стає особливим феноменом, котрий повинен братися до уваги суб'єктами господарської діяльності. Наприклад, в обміні, де фігурують золоті гроші, довіра не є інститутом, що існує поза конкретним актом обміну. Суб'єкт, який отримав реальні золоті гроші в обміні, в якому довіра була моментом, далі не має потреби в ній. Навпаки, якщо в обміні фігурують паперові гроші чи цінні папери, то після акту обміну суб'єкт потребує існування інституту довіри як системи правил, що гарантують виконання паперовими грошима й цінними паперами їхніх функцій, бо самі по собі вони на мають внутрішньої цінності.

Фінансова і грошово-кредитна системи є розгорнутими інститутами довіри. Паперові гроші – це втілення довіри до грошово-кредитної системи країни, її центрального банку та держави в цілому. Депозит є довірою грошей банку, кредит – довірою грошей із боку банку суб'єктові господарювання. Тобто ці операції являють собою довіру довірених грошей, котрі самі виступають втіленням системної довіри. Сплата податку є довірою

грошей громадянина державі, яка зобов'язана використати їх раціонально на благо всього суспільства та населення.

Ця довіра доповнюється законодавчо зафіксованим обов'язком громадян сплачувати встановлені податки, що віддзеркалює суспільний договір між ними й державою. Але добровільно-примусовий порядок (сплачується добровільно, а в протилежному випадку застосовуються примус і відповідальність) не спростовує того факту, що сплата податку є довіренням (виявом акту довіри) грошей громадян державі для виконання нею законодавчо встановлених функцій. Виконання останньою цих функцій є справдженням такої довіри. Якщо ж держава виконує свої функції неналежним чином, то суспільство висловлює владі недовіру шляхом голосування на виборах та приводить до влади тих, кому довіряє.

Перехід від індустріально-ринкової до інформаційно-мережевої економіки, котрий є основоположним процесом сучасності, від якого залежать усі інші перетворення, відкриває перед людиною й суспільством абсолютно нові перспективи, але водночас створює фундаментальні ризики та загрози функціонуванню й подальшому розвитку економіки і суспільства. Принципові зміни стосуються таких підвалин суспільства, як власність, суспільна форма праці та закони розподілу результатів виробництва.

В основі індустріально-ринкової системи – приватна власність, наймана праця й розподіл за вартістю та капіталом. Формування інформаційно-мережевої економіки пов'язане зі зростанням значення всезагальної власності, бо інформація є благом, котре, на відміну від звичайних благ, може одночасно перебувати у власності всіх і кожного. Разом із перетворенням інформації на головний продукт і ресурс виробництва всезагальна власність стає панівною формою. Це не заперечує існування й розвитку матеріального виробництва, подібно до того як розвиток промисловості та сфери послуг не заперечує розбудови сільського господарства, котре, наприклад, у США, що належать до найбільших виробників і експортерів аграрної продукції, становить лише близько 1 % ВВП.

Поряд із окресленими трансформаціями, розвитком цифрової економіки відбуваються зміни в характері праці та розподілі благ. У багатьох країнах, багатих і бідних, проводяться експерименти щодо безумовного базового доходу. Водночас зростає розрив у доходах громадян як усередині країн, так і між ними, що пов'язано з відмінностями в застосуванні специфічних ресурсів (інститутів, здібностей, систем освіти, заохочення інноваційного розвитку тощо). Це відбувається на засадах формування преміально-рентних доходів.

Усі загані зміни приводять до того, що в суспільстві починають діяти принципово різні закони. Як наслідок, соціально-економічна динаміка стає суперечливою, нестабільною й конфліктною. З'являються нові серйозні ризики, небезпеки та загрози стабільному функціонуванню суспільства й життєдіяльності людей. Цьому сприяла також пандемія коронавірусної інфекції COVID-19, яка спровокувала передчасне настання очікуваної світової економічної кризи та глибше падіння світової економіки, що особливо яскраво проявилось у фінансній і монетарній сферах. За оцінка-

ми МВФ світовий державний борг у 2020 р. мав сягнути рекордного рівня, майже 100 % (Georgieva, 2020), а глобальний борг перевищив розміри світової економіки більш ніж утричі¹. У монетарній сфері США і Європейського Союзу знову відбулося істотне пом'якшення, що знижує падіння економіки, але створює інші ризики.

Глобальна криза охопила всі складові (економічні, соціальні, політичні, наслідки пандемії COVID-19), але найвідчутніше вразила фіскальну й монетарну, що пов'язано з фінансовими можливостями людей і країн. Як наслідок, було підірвано довіру до держави, урядів, міжнародних організацій, навіть до світового й національних порядків, що спричинило глобальну небезпеку для всіх сторін життєдіяльності людини та суспільства.

Фінансова й монетарна сфери вирізняються особливою мобільністю, адже грошові та фінансові потоки в умовах інформаційно-мережевого простору можуть миттєво змінювати свою просторову локалізацію, переміщуватись із країни до країни, від суб'єкта до суб'єкта без жодних перешкод. Ця обставина сама по собі є чинником, який мультиплікує можливості поглиблення фінансово-економічних криз і створює додаткові великі ризики й небезпеки. Тому дослідження ролі довіри як чинника фіскальної та монетарної безпеки має самостійне теоретичне й практичне значення.

3.2. Наукові дослідження довіри до інститутів фіскальної та монетарної влади як чинника фіскальної і монетарної безпеки

Довіра як складова сумісно-розділеної діяльності, що покладена в основу функціонування людського суспільства та входить до всіх без винятку суспільних відносин, є також базовим суспільно-економічним відношенням, яке завжди було присутнім у підсвідомості, свідомості й почуттях людей, пододало історичний шлях інституалізації та актуалізувалось у зв'язку з небезпекою порушення довіри й руйнування суспільного підґрунтя життєдіяльності людей. Тому феномен довіри завжди був представлений у мові, фігурує в низці фразеологізмів і сталих словосполучень: взаємна довіра, втиратися в довіру, підірвати довіру, зловживати довірою, заходи зі зміцнення довіри, телефон довіри тощо. Він також історично й у досить складний спосіб пов'язаний із феноменом віри².

Уявлення про довіру та її значення розвивалися разом із поступом суспільства. Дослідження довіри набуло актуальності після виникнення принципово нової ситуації внаслідок розпаду СРСР. Певною ознакою цього стала книга "Довіра: соціальні чесноти та шлях до процвітання" (Фукуяма, 1995). Увага до довіри, особливо у фінансовій і монетарній сфері, знову посилилася у зв'язку зі світовою кризою, котра розпочалася у 2008 р. саме з фінансового сектору. Ще одним тригером акту-

¹ Глобальний світовий борг досяг 247,2 трлн дол., або 318 % світового ВВП. 2018. 23 груд. URL: https://zn.ua/ukr/ECONOMICS/globalniy-svitoviy-borg-dosyag-247-2-trln-dol-abo-318-svitovogo-vvp-297823_.html.

² Довіра. URL: <https://ru.wiktionary.org/wiki/доверие>.

алізації довіри в контексті необхідності створення безпечних умов розвитку людини й суспільства стала пандемія COVID-19.

Обґрунтовані підходи щодо забезпечення довіри до інститутів фінансової та монетарної влади можна сформулювати тільки на наукових засадах загального розуміння феномену довіри. Однак у науці ще не вироблено загальноприйнятого розуміння її сутності.

Усі визначення фіксують певні ознаки та риси, котрі реально притаманні довірі. Вони можуть бути інструментами пізнання її певних властивостей, що проявляються в тих чи інших умовах. Подібно до того, як людину можна описувати за тисячами ознак, що фіксують її риси з фізичної, біологічної, соціальної, психологічної, етичної, моральної та інших точок зору, не розкривши, однак, таким чином її сутності, так і довіру можна описати за допомогою різних ознак, не з'ясувавши її суті. Сутність кожного явища розкривається через з'ясування способу його породження, етапів розвитку, змін форм прояву й функціонування та місця в системі відносин, у якій це явище існує. Такий підхід означає одночасне розкриття внутрішньої структури явища.

Стосовно довіри реалізація такого методологічного підходу дає підстави визначити її як ставлення до суб'єктів та інститутів, що вказує на міру впевненості у відповідності поведінки об'єкта довіри уявленням суб'єктів про образ цієї поведінки без актуалізації належних підстав для цієї впевненості. Застосування такого визначення до різних сфер і об'єктів модифікує його з урахуванням їх специфіки. У ринковій економіці велике значення мають відшкодування витрат, еквівалентність обміну і прибутковість. З огляду на це довіру в економічній сфері можна визначити як ставлення до суб'єктів та інститутів, котре свідчить про міру впевненості у відповідності поведінки об'єкта довіри уявленням суб'єктів про спосіб його дій, включених через різні форми сумісно-розділеної діяльності в процес досягнення мети, без актуалізації підстав відшкодування витрат, еквівалентності обміну та прибутковості (дохідності) (Гриценко (ред.), 2020, т. 1, с. 17).

Довіра у фінансовій і монетарній сферах також має специфіку. Передусім це стосується поведінки суб'єктів у процесах збору і сплати податків, витрат державного бюджету та його збалансованості, емісії, обігу, накопичення грошей і кредитування. Суб'єктами тут виступають, з одного боку, державні органи фінансової й монетарної влади, з другого – суб'єкти підприємництва та громадяни як одержувачі доходів. Усі ці процеси (збір і сплата податків, витрати державного бюджету та його збалансованість, емісія, обіг, накопичення грошей та кредитування) регулюються відповідними інститутами (законами, нормативними актами, правилами тощо). Довіра як складне суспільно-економічне відношення розгалужується тут на довіру до суб'єкта, наприклад, до центрального банку, довіру до інституту, приміром, до норм і правил діяльності комерційних банків, та довіру до об'єкта взаємовідносин, наприклад, до грошей і цінних паперів.

Ці форми субординовані між собою. Так, найпростішою серед них (хоча в собі вона також дуже складна) є довіра до суб'єкта. Довіра до інституту (правил, норм)

включає довіру до суб'єкта, котрий продукує ці правила й норми, а довіра, приміром, до цінних паперів, передбачає й довіру до інститутів, що регулюють їх випуск і обіг, а отже, й до суб'єктів, які це здійснюють.

Таким чином, довіра до суб'єкта, до інститутів і до предметів взаємовідносин являє собою три форми реалізації довіри, що послідовно виходять на перший план у зазначеному процесі. При цьому відносини довіри ускладнюються, оскільки довіра до інститутів містить у собі в знятому вигляді довіру до суб'єкта, а довіра до предмета взаємовідносин – довіру до інститутів. Наприклад, довіра до паперових грошей ґрунтується на прихованій у них довірі до встановленого порядку товарно-грошового обігу та до центрального банку як суб'єкта, що випускає гроші (Гриценко (ред.), 2020, т. 2, с. 283).

Зважаючи на викладене, довіру у фіскальній і монетарній сферах можна визначити як ставлення до суб'єктів, інститутів та предметів взаємовідносин, що визначає міру впевненості у відповідності поведінки об'єкта довіри уявленням суб'єктів про спосіб цієї поведінки, включеної через різні форми сумісно-розділеної діяльності в процес досягнення мети, без актуалізації підстав оподаткування, бюджетних видатків, бюджетної збалансованості, грошової емісії, регулювання грошового обігу і кредитування.

Ще одна специфікація цього дослідження полягає в тому, що предметом аналізу є не просто довіра у фіскальній та монетарній сферах, а довіра як чинник фіскальної й монетарної безпеки. Тому важливо з'ясувати ті особливості, котрі виникають унаслідок розгляду її як чинника безпеки. Можна стверджувати, що фіскальна й монетарна безпека складається за таких умов функціонування та розвитку фіскальної й монетарної систем, які здатні протидіяти чинникам, що створюють ризики, небезпеки і загрози їх стабільному функціонуванню та розвитку. Довіра у структурі таких умов фіскальної й монетарної безпеки відіграє основоположну роль, бо без неї взагалі рветься тканина суспільного життя в усіх його проявах і сферах. Тому проблема довіри завжди була важливою складовою фіскальної та монетарної політики.

Довіра як чинник стабільності активно досліджується не тільки в теоретичному, а й в емпірично-практичному контексті. Парадоксально, але практично виміряти довіру значно простіше, ніж теоретично з'ясувати її сутнісні характеристики. Якщо, наприклад, запитують про те, чи довіряє людина певному суб'єкту або інституції, то вона досить легко може відповісти на таке запитання, спираючись на своє відчуття, навіть не знаючи та глибоко не розуміючи, що таке довіра. В Україні проблема довіри активно досліджується й у теоретичному, й в емпірично-практичному контексті, включаючи фіскальний і монетарний простір (Аржевітін (ред.), 2017; Головаха, Котенко, & Макеев (ред.), 2017; Гриценко (ред.), 2012; Гриценко, 2014; Гриценко, 2017; Гриценко (ред.), 2020; Гудзовата, 2018; Кричевська, 2020). У моніторингу довіри, що з 1994 р. проводиться Інститутом соціології НАН України, є рубрика “Довіра банкам” (ведеться з 2002 р.), котра безпосередньо стосується предмета нашого дослідження.

Довіра є безперечною умовою успішності будь-яких заходів у сфері безпеки. МВФ у своїх заходах щодо кредитної підтримки країн у період пандемії COVID-19 звернув увагу на необхідність збереження довіри: “У світлі безпрецедентної невідзначеності й серйозних економічних наслідків, викликаних пандемією COVID-19, Фонд продовжує адаптувати порядок надання позик”¹. МВФ також виходить із того, що “для підтримки економіки країн, які постраждали від пандемії, слід використовувати заходи податково-бюджетної, грошово-кредитної й фінансової політики”². Тривають пошуки нових, адекватних ситуації інструментів вимірювання рівня стабільності та безпеки. У жовтневому випуску Доповіді з питань глобальної фінансової стабільності за 2020 р. МВФ представив новий індекс локального стресу для оцінки рівня напруження на ринках локальних облігацій і валюти³.

¹ COVID-19 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/ru/Topics/imf-and-covid19>.

² Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19 / International Monetary Fund. 2020. April. URL: <https://www.imf.org/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>.

³ Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October 2020 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

■ Розділ 4

ІДЕНТИФІКАЦІЯ ЗАГРОЗ ФІНАНСОВОМУ СУВЕРЕНІТЕТУ, ФІСКАЛЬНІЙ І МОНЕТАРНІЙ БЕЗПЕЦІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ, НЕСТІЙКОГО СТАНУ ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ ТА ІНФОРМАЦІЙНОЇ АСИМЕТРІЇ

4.1. Глобальна фінансіалізація: виклики і загрози

Сучасний світовий розвиток характеризується як видатними відкриттями, нововведеннями у всіх сферах життєдіяльності глобального суспільства, так і загрозою нової Великої депресії глобальної економіки. Тому актуальними як ніколи є пошуки шляхів подолання глобальної фінансово-економічної кризи і розроблення антикризових стратегій та моделей. Значне місце в цьому процесі належить дослідженню закономірностей та тенденцій, що проявляються в умовах фінансіалізації економіки, яка сприяє формуванню фінансово-олігархічної влади грошей, переходу до якісно нового стану суспільства, що спрямоване на розвиток “віртуальної фінансової економіки”, дестимулюючи і звужуючи при цьому реальний сектор світової економіки (Білорус, 2016).

У мейнстрімі глобалізаційних концепцій і в підходах до досліджень процесів глобалізації панівну роль наразі вже відіграють помірні, збалансовані підходи, які поступово витісняють позиції, ультраглобалістов і антиглобалістів (Білорус, 2018). У XXI ст. спостерігаються тенденції перетворення ділової активності корпорацій у бік розширеного відтворення насамперед фіктивного спекулятивного грошово-кредитного капіталу. На цій базі формуються засади створення світ-системи фінансового постіндустріального глобалізму, з'являються оновлені форми експлуатації національних активів з боку міжнародного фінансового й корпоративно-фінансового капіталу.

Світовий промисловий капіталізм в XXI ст. завершує свої трансформаційно-еволюційні метаморфози з переходом у стадію глобального капіталізму, базованого на глобалізації світового капіталу і світового відтворювального процесу.

У надрах сучасної постіндустріальної фінансової цивілізації, що базується на приматі приватних економічних і фінансових інтересів та на розширеному надвиробництві й надспоживанні фінансових капіталів, у т. ч. спекулятивно-фінансових капіталів, що призводить до хронічного кризового розвитку, закладається механізм “творчої руйнації” цієї глобальної системи.

Щодо глобалізації відтворення світового капіталу як базису формування нової світової системи, то метаморфози й еволюція його структури з усією очевидністю прямують до самовідтворення і самозростання глобального фінансового капіталу й підвищення його частки в загальній структурі глобального капіталу. Зароджувані зрушення структури глобального капіталу в напрямі зростання частки людського та інтелектуального капіталу за масштабами і значущістю все ще поступаються руху глобального фінансового капіталу. Саме гіпертрофована частка фінансового капіталу призводить до створення нової світ-системи фінансово-економічного глобалізму.

Тим самим гальмуються і консервуються процеси трансформування глобального фінансового капіталізму в глобальну систему інформаційно-мережевої та знаннєвої (інтелектуальної) економіки. Світ-система фінансового глобалізму демонструє підвищену здатність до самозбереження та самовідтворення з усіма її неминучими метаморфозами і модифікаціями. У цієї системи є іманентні можливості управління глобальним відтворювальним процесом у своїх інтересах, а не в інтересах всього глобального співтовариства.

Сьогодні слід говорити вже не про фінансіалізацію, а про гіперфінансіалізацію світової економіки. Співрозвиток процесів глобалізації та гіперфінансіалізації світової економіки призводить до формування світ-системи фінансово-економічного глобалізму.

Розвиток постіндустріальної цивілізації об'єктивно неможливий без наявних глобальних мереж товарних і фінансових ринків, а також інформаційних систем, без розширеного відтворення капіталізованих інтелектуальних ресурсів. Взаємодія і взаємозв'язок зазначених складових формують нову систему глобального співрозвитку, що містить небачений синергетичний потенціал, реалізація якого потребує попередніх глибоких досліджень, розв'язання складних проблем і завдань. Особливого значення набуває формування економічної теорії і глобальної ноосферної політичної економії. Мова повинна йти про концептуальні засади наукового управління глобалізаційними процесами, а також обмеження їхніх специфічних форм: фіскальних диспропорцій у транснаціональних виробничо-збутових ланцюгах створення доданої вартості, емісії кредитно-грошових інструментів для обслуговування фіктивних капіталів поза виробничою сферою тощо. Глобальний солідаризм полягає в тому, щоб зупинити безконтрольне зростання злоякісних проявів гіперфінансіалізації світової економіки.

Постіндустріальна ера може стати перехідним етапом до ноосферної цивілізації. Концепція ноосфери належить до найвидатніших міждисциплінарних наукових здобутків минулого століття, і вона стає особливо актуальною сьогодні для розуміння перспектив майбутнього глобального співрозвитку (Vernadsky, 1944;

Vernadsky, 1945; Вернадський, 1988; De Chardin, 1959; Le Roy, 2012). Як зазначав її родоначальник, академік В. І. Вернадський, “основною геологічною силою, що створює ноосферу, є зростання наукового знання. У результаті тривалих суперечок про існування прогресу, котрий безперервно проявляється в історії людства, можна... стверджувати, що тільки в історії наукового знання існування прогресу в часі є доведеним” (Вернадський, 1988, с. 49). У концепції В. Вернадського глобальна ноосфера – це передусім інтегроване в одне ціле людство, що розвивається на основі спільних цивілізаційних цілей, критеріїв й імперативів, серед яких слід виокремити: єдність в інтересах виживання і розвитку; єдність в економічному та інформаційному розвитку; реальну рівність народів і держав; загальний мир і безпеку розвитку для всіх народів і держав; інтелектуалізацію світового розвитку; глобалізацію соціальних відносин (людство – єдина глобальна сім’я).

У реаліях нової глобальної постіндустріальної цивілізації фінансові ресурси розвитку, залишаючись дуже важливими, поступаються лідируючими ролями інформаційно-знанневим – ноосферним – капітальним ресурсам.

У системі сучасної фінансової цивілізації та глобальної економіки на лідируючі позиції виходять індустрія інформації та знаннева галузь – сфера розширеного відтворення і накопичення інтелекту як капітального ресурсу розвитку. Наука поступово перетворюється на головну продуктивну силу, на базі якої формується новий суспільно-технологічний спосіб виробництва, а саме ноосферний. Вже сьогодні йдеться про формування глобального середовища для обміну нематеріальними активами. Це призведе до драматичних трансформацій на глобальних фінансових ринках. Знання як головний інтелектуальний товар у процесах самовідтворення й мультиплікаційного споживання спричинить революційні потрясіння всієї глобальної фінансової системи. Одним із головних наслідків цієї революційної трансформації відповідно до наших передбачень стане посилення випереджального самовідтворення, нагромадження і споживання інтелектуального капіталу порівняно зі зростанням національних капіталів і глобального фінансового капіталу. Розширене відтворення й використання як національного, так і глобального інтелектуального капіталу країнами та корпораціями перетвориться на головний фактор успішної конкуренції і якості розвитку.

Постіндустріальна ера, що вже стала реальністю, знаменує собою новий суспільно-технологічний устрій, який ґрунтується на великих базах даних, котрі перетворюються на небачені в історії людства глобальні генератори підтримки життєздатності матричних інформаційних утворень різної конфігурації, їх трансформації в нематеріальні, зокрема інтелектуальні, активи. Знання набувають функцій провідного самовідтворювального потенціалу не тільки регіонального, а й синергетичного світового співрозвитку. Як особлива форма національного і глобального капіталу цей ресурс зберігає товарну форму, здатність до ринкового обміну й нагромадження, поширення та мультиплікаційних модифікацій. Вони за своєю природою не піддаються ані абсолютному привласненню або монополізації, ані зупиненню їх розширеного регенерування внаслідок кризових збоїв. Відсутність

державних, територіальних обмежень виробництва, використання і поширення, а також безперервність оновлення знань перетворюють нематеріальні наукові досягнення та досвід в особливу, чи не найвищу за рівнем, форму інтелектуального (ноосферного) капіталу, раціонально організоване використання якого може ініціювати та детонувати вибухові ефекти глобального піднесення та переходу до якісно нових рівнів людської цивілізації. Через сучасні інститути розширеного відтворення і використання знанневих ресурсів реалізується дія об'єктивного економічного закону конвергентно-синергетичного співрозвитку національних економік.

Сучасна дійсність із її небаченими масштабами глобальної інтеграції, з перетворенням світу на глобальну інформаційно-мережеву систему повністю підтверджують це положення. По суті, глобально-інтегрований співрозвиток людства як єдиної світової спільноти є безальтернативним. У таких умовах інтелектуально-ноосферної економіки відновлюється, або точніше, зберігається специфічна фаза розширеного відтворення, оскільки виробництво інтелектуальних продуктів не зупиняється і виробництво грошей з фіктивних грошей не відбувається. Якщо в умовах гіперфінансової економіки глобальний капітал дедалі більшою мірою формується з фіктивних грошей і поступово перетворюється на фіктивний капітал, то в реаліях інтелектуально-ноосферної економіки інтелектуальні товари містять у собі властивості мультиплікації (необмеженого тиражування у процесах споживання). Фінансовий капітал, що формується на основі їх реалізації, не є фіктивним. Інтелектуальні товари (продукти) нічим не обмежені в масштабах споживання. Таким чином, інтелектуальні капітали не амортизуються, оскільки не зношуються інтелектуальні продукти – товари, як відбувається з натурально-фізичними товарами й натурально-фізичними складовими основних (капітальних) фондів.

4.2. Досвід ЄС із ідентифікації загроз фінансовій безпеці з поширенням пандемії та його врахування в імплементації фіскальних правил в Україні

Поширення пандемії COVID-19 вимагало запровадження заходів швидкого реагування, спрямованих на її обмеження, створення належних умов для лікування хворих, розширення медичних послуг, а також активізації профілактичної діяльності. Водночас постали завдання недопущення руйнівних кризових явищ, а також різкого загострення ризиків у фінансовій сфері, за умов підтримки реальних доходів громадян України. Розв'язання таких завдань здійснювалося шляхом значного збільшення бюджетного фінансування закладів охорони здоров'я, освіти, науки, соціальних програм, а також розширення державних послуг. Водночас потребували покращання підтримка ділової активності, надання компенсацій втрат доходів домогосподарств (внаслідок запровадження карантину). Не менш складними були завдання попередження погіршення макроекономічної стабільності (стримування темпів споживчої інфляції, зростання тарифів, утримання стабільного курсу національної валюти, зниження процентних ставок на фінансових ринках, недопущення погіршення показників платіжного балансу).

Подолання наслідків пандемії зумовило внесення суттєвих змін до проведення фіскальної політики у більшості країн світу. Парламенти й органи державного управління запроваджували їх за високого рівня невизначеності, що значно ускладнювало бюджетне прогнозування, розроблення та виконання публічних бюджетів, залучення додаткового ресурсу з фінансових ринків з метою фінансування бюджетних витрат. З метою розв'язання таких завдань були значно активізовані наукові дослідження з питань проведенні фіскальної політики¹.

Особлива увага приділялася питанням застосування фіскальних правил, оскільки їх дотримання ускладнювало прийняття управлінських рішень у періоди різкого зростання невизначеності та загострення фіскальних ризиків. Упровадження заходів протидії поширенню пандемії викликало необхідність виходу за рамки коридорів, визначених фіскальними правилами стосовно дотримання індикаторів балансування публічних бюджетів та державної заборгованості. Водночас продовження застосування фіскальних правил не піддавалося сумніву і після подолання викликів COVID-19 планувалося повернення до прийнятих їхніх показників. У ЄС передбачалося, що відновлення дії фіскальних правил буде здійснюватися поступово, протягом середньострокового періоду (Gbohoui, & Medas, 2020).

Поширення COVID-19 призвело до розширення медичних послуг, оновлення медичного устаткування, придбання необхідних ліків та препаратів, виготовлення або закупівель засобів захисту, переобладнання лікарень, підготовки додаткових медичних приміщень. Водночас зросли перешкоди економічній активності. Необхідними стали обмеження обслуговування населення транспортними засобами, зменшення особистих контактів та спілкування, як у ході виробничої діяльності, так і поза її межами. Суб'єкти господарювання мусили перебудовуватися з метою застосування нових форм роботи – дистанційної, вдома, за замовленнями тощо. Наслідками були пригнічення сукупного попиту, зменшення пропозиції, що призвело до зниження темпів економічного зростання. Погіршилися умови ведення підприємницької діяльності, скоротилися доходи населення, зросла необхідність державної підтримки безробітних, частково зайнятих, пенсіонерів та інших категорій населення.

Одним із найважливіших механізмів вирішення таких проблем виступала активізація фіскальної політики. Її завдання значно ускладнювалося: додаткового фінансування вимагало не лише покриття видатків бюджету на заходи охорони здоров'я. Потребували збільшення витрати на компенсацію доходів громадян, що втрачалися внаслідок кризових явищ, а також на підтримку економічної активності. Для утримання позитивної економічної динаміки у поточному та майбутньому періодах слід було продовжувати державну інвестиційну діяльність, а також заходи підтримки (у сферах оподаткування і бюджетної політики) економічної активності у сферах приватного бізнесу та зайнятості громадян.

¹ Див. праці таких науковців, як Р. А. Балакін, Р. Бійтсма, Т. П. Богдан, М. Бордіньон, М. Габрієльчич, С. С. Гасанов, Л. Дуарте, Л. Ейро, Т. І. Єфименко, В. П. Кудряшова, М. Ларч, Е. Орсо, К. Паттілло, С. Сантакроче, Н. Тігесен, М. Щурек, Е. Ходж та ін.

У переважній більшості країн світу виникла надзвичайна ситуація. Зменшився сукупний попит, погіршилася пропозиція. Органи державного управління мусили впроваджувати екстрені фінансові механізми з метою підтримки бізнесу, домогосподарств, окремих груп населення. За оцінками експертів Європейської фінансової ради, протиепідемічні заходи, що застосовувалися в державах – членах ЄС, спричинили зниження сукупного попиту, а також пропозиції, спричинили рецесію в економіці. Водночас загострилися фінансові ризики та постало питання щодо доцільності внесення пом'якшень у дотримання вимог фінансових правил (передбачених Пактом стабільності та зростання)¹.

У ході подолання наслідків пандемії (як і інших надзвичайних ситуацій) застосування фінансових правил стримувало проведення експансійної бюджетної політики. Збільшення бюджетних видатків, а також підтримка державних підприємств і фінансового сектору економіки потребували виходу за межі встановлених індикаторів щодо балансування публічного бюджету. Проте нормативне регулювання таких змін відставало від розблокування заборони механізмів прийняття необхідних управлінських рішень, що стримувало впровадження необхідних змін у сфері фінансової політики. Вносилися зміни і доповнення до нормативної бази, застосовуваної для регулювання проведення бюджетних операцій. Проте зміни з упровадженням процедурних правил відставали від потреб практики.

У період боротьби з пандемією в управлінні бюджетними операціями необхідним стало розв'язання одразу кількох основних завдань. З одного боку, потребували розширення публічні витрати для забезпечення програм подолання наслідків епідемії, з другого – збільшення мобілізації ресурсу для їх покриття. При цьому бюджетні видатки (включаючи кредитування) вимагали досягнення більш раціональних обсягів і структури та покращання розподілу, а витрачання коштів для їх забезпечення – вищого рівня ефективності. З боку дохідної частини необхідним було збільшення залучених коштів, але переважно через підвищення темпів економічного зростання, а не завдяки посиленню податкового навантаження, збільшенню неподаткових доходів (за умов недопущення високих темпів інфляції та різких змін курсу національної валюти). Однак економічна активність знизилася (внаслідок заходів стримування соціальних контактів), а тому збільшення доходів ускладнилося.

Альтернативу становило залучення додаткового ресурсу (в рамках фінансування бюджету) з метою покриття видатків, що не покривалися доходами. Проте фінансові правила обмежують рівень державної заборгованості. А заміщення запозичень ресурсом неборгового характеру (буфери, накопичені протягом попередніх періодів, надходження від приватизації державного майна, продаж фінансових активів тощо) потребує застосування відповідних механізмів їх забезпечення. Важливим є також питання використання ресурсу, залученого з метою фінансування бюджету. Він має спрямовуватися не лише на подолання наслідків епідемії, а й на

¹ Assessment of the Fiscal Stance appropriate for the Euro area / European Commission. 2020. July. URL: https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-fiscal-stance-appropriate-euro-area_en.

підтримку темпів економічного зростання, розширення інвестиційної діяльності як у публічному та недержавному секторах економіки, за умов утримання прийнятих показників курсу національної валюти, інфляції, ставки процента тощо.

З 2015 р. (внаслідок застосування жорстких заходів фіскальної консолідації) щорічні рівні бюджетного дефіциту були значно зменшені. У 2019 р. показники дефіциту виявилися нижчими від вимог, установлених законодавством України (БКУ, ст. 14). Проте вжиття заходів бюджетної підтримки, спрямованих на подолання наслідків пандемії, призвело до перевищення рівня бюджетного дефіциту за межі 3 % ВВП, передбачених законодавством. Виникла необхідність обґрунтування необхідності таких відхилень, впливів їх на дотримання фінансової стабільності та розроблення заходів повернення до виконання вимог законодавства після подолання впливів COVID-19.

Згідно зі ст. 28 Закону України “Про державний бюджет України на 2020 рік”, було створено “Фонд боротьби з гострою респіраторною хворобою COVID-19, спричиненою коронавірусом SARS-CoV-2 та її наслідками” (далі – Фонд). Його діяльність передбачалася протягом карантину, терміни якого визначаються Кабінетом Міністрів України. Регламентувався порядок витрачання коштів Фонду. Водночас не було прописано положення щодо формування ресурсів Фонду (крім можливого допущення спрямування до бази Фонду коштів унаслідок проведення скорочення видатків державного бюджету і надання кредитів). Доходи Фонду спрямовувалися на заходи запобігання виникненню та поширенню, локалізацію і ліквідацію спалахів, епідемій та гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2, а також на боротьбу з її наслідками. Зокрема, закупівлю товарів, робіт і послуг (медичної допомоги, придбання обладнання для закладів охорони здоров’я, проведення ремонту і реконструкції їх приміщень), покращання транспортного сполучення, ремонту та утримання автомобільних доріг. Крім того, передбачалося фінансування додаткових доплат до зарплати медичним та іншим працівникам, залученим до ліквідації пандемії, надання грошової допомоги громадянам, трансфертів Пенсійному фонду України, іншим фондам соціального страхування, поповнення резервного фонду державного бюджету, відновлення видатків, зменшених у зв’язку зі створенням Фонду.

Перехід до проведення менш жорсткої фіскальної політики базується на розширенні коридорів регламентування бюджетного дефіциту (центрального уряду) та допущенні зростання державної заборгованості. Такі зміни передбачалися на період з 2020 до 2023 р. А відновлення показників щодо рівня дефіциту, визначеного законодавством України (БКУ, ст. 14), а також державної заборгованості (ст. 18, п. 2) прогнозувалося, починаючи з 2023 р. (табл. 4.1).

Різне збільшення рівня бюджетного дефіциту у 2020 р. та утримання його вище прийнятих законодавством показників у 2021–2022 рр. пояснювалися необхідністю значного розширення видатків для фінансування заходів подолання наслідків епідемії. Їх обсяг у 2020 р. (порівняно з показником, досягнутим у 2019 р.) мав збільшитися на 12,54 %, а до 2025 р. – на 62,98 %. Водночас дохідна частина сектору

Таблиця 4.1

Основні фінансові індикатори України, % ВВП

Показник	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Баланс сектору загального державного управління	0,0	-2,0	-7,7	-5,3	-3,5	-2,4	-2,4	-2,4
Державний та гарантований державою борг	60,6	50,4	65,2	62,7	50,5	57,0	54,2	51,8

Примітка. З 2020 р. – прогнози.

Джерело: Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. P. 25. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501>.

ЗДУ (номінована у національній валюті) за підсумками 2020 р. повинна була зменшитися на 0,93 %, а до 2025 р. зрости на 54,31 %. Що ж до показників відносно ВВП, то видатки у 2020 р. мали збільшитися на 6,0 в. п., до 2025 р. – на 2,9 в. п., а доходи, відповідно, на 0,3 в. п. та 0,2 в. п.¹

Динаміка показників державного боргу України також поділялася на три етапи. Для 2020–2021 рр. характерним було збільшення рівня державної заборгованості та утримання її показників вище встановленого в Україні фінансового правила. У 2021–2023 рр. планувалося досягти зниження боргу та утримання його на рівні, передбаченому фінансовими правилами. Після 2023 р. такі показники мали утримуватися значно нижче рівня, встановленого законодавством.

Отже, застосування заходів фінансової політики, спрямованих на подолання наслідків пандемії (терміном з 2020 до 2025 р.) можна поділити на три основні етапи:

- 2020 р.: значне розширення фінансової експансії за межі встановлених законодавством України граничних показників бюджетного дефіциту;
- 2021–2022 рр.: проведення фінансової політики, спрямованої на відновлення фінансової стійкості (в аспекті дотримання вимог фінансових правил);
- 2023–2025 рр.: утримання показників дефіциту та державного боргу нижчих за рівнів, встановлених БКУ.

Поділ на етапи фінансової політики в період боротьби з наслідками COVID-19 в Україні (принаймні в офіційних документах) не проводився, що не націлювало на групування заходів реагування з урахуванням поставлених завдань на кожний окремий період. На першому етапі видатки Фонду переважно мали спрямовуватися на призупинення розгортання пандемії та поширення її серед населення, недопущення перевищення критичних рівнів захворюваності (шляхом розширення медичних послуг), застосування заходів стримування соціальних контактів. Водночас до умов належали: недопущення різкого уповільнення економічного зростання

¹ Ukraine: Request for Stand-by Arrangement. Executive Summary / International Monetary Fund. 2020. June. P. 26–27. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501>.

(шляхом підтримки сукупного попиту та утримання досягнутого рівня пропозиції), запобігання зростанню показників фінансової стійкості за межі, що потребуватимуть мобілізації надмірних зусиль з їх відновлення протягом наступних періодів.

З метою недопущення погіршення епідемічної ситуації у 2020 р. доцільно було б забезпечити виконання запланованого обсягу видатків на охорону здоров'я (виконання плану – 42,16 %), забезпечення лабораторій МОЗ та закупівлю засобів індивідуального захисту (20 %), закупівлю обладнання для приймальних відділень опорних лікарень (10,6 %), придбання ШВЛ (42 %). Також було доцільно відновити видатки, скорочені при створенні Фонду (50 %). Водночас потребували збільшення планові витрати з надання доплат медичним працівникам, на будівництво та ремонт приймальних відділень, субвенції на забезпечення лікарень киснем, придбання ШВЛ. Що ж до фінансування заходів стимулювання економіки, то більшу їх частину (зокрема, будівництво, реконструкція, ремонт та утримання автомобільних доріг загального користування) варто було би перенести на наступні етапи. У 2020 р. важливого значення набули питання допомоги малому і середньому бізнесу, а також домогосподарствам з компенсації втрат доходів унаслідок застосування заходів протидії епідемії.

Водночас у проведенні фінансової політики у зв'язку з протидією викликам пандемії слід було враховувати не лише витрати Фонду, а й Національної служби здоров'я (оплата закладам охорони здоров'я за послуги, що пов'язані із лікуванням COVID-19), видатки з місцевих бюджетів на придбання товарів і послуг для запобігання поширенню пандемії.

Фінансова політика в Україні протягом наступних періодів мала знайти баланс між збереженням фінансової безпеки та підтримкою відновлення. В аспекті забезпечення фінансової стійкості важливого значення набували питання використання фінансових правил в управлінні державними фінансами.

Через відсутність конкретних процедурних правил зведення бюджету з дефіцитом допускалися внесення змін до структури фінансування державного бюджету протягом планових періодів, недовиконання запланованих показників залучення неборгового ресурсу, заміна надходжень від приватизації державного майна коштами, мобілізованими від запозичень, стримування використання позик місцевими органами державного управління. Невиконання бюджетних планів відображалося у звітах, проте не стимулювалися наукові дослідження, спрямовані на застосування заходів із їх недопущення в майбутні періоди. БКУ не спрямовував органи державного управління на створення буферів у періоди економічного зростання з метою їх використання для нейтралізації фінансових ризиків, що виявлялися внаслідок циклічних змін та настання надзвичайних ситуацій.

У більшості розвинутих країн фінансові правила застосовуються протягом багатьох років, і вони перетворилися на один із найдієвіших механізмів, впроваджених в управління державними фінансами. Їх використання виявило позитивні результати, а тому рекомендоване міжнародними організаціями (ОЕСР, МВФ, Світовий банк та ін.) до застосування. Значну увагу їх використанню (як на над-

національному, так і на національних рівнях) приділено в ЄС. В Україні доцільно врахувати такий досвід з метою покращання нормативного регулювання проведення фінансової політики, а також застосування фінансових правил у прийнятті управлінських рішень.

Слід урахувати і те, що в зарубіжних країнах для вдосконалення управління публічними фінансами самі фінансові правила (їх складові, механізми імплементації, а також процедури застосування) зазнають істотних змін. Зокрема, поліпшуються підходи до застосування правила балансування публічних бюджетів у ЄС. Установка щодо неперевищення рівня дефіциту в 3 % ВВП залишається. Проте визнано, що таке обмеження не враховує особливостей економічного розвитку та може негативно впливати за певних умов (передусім за різких циклічних змін, коли фінансові правила потребують більшої гнучкості). Тому правило балансування публічного бюджету зазнає змін шляхом переходу від застосування механізмів управління, що базуються на показниках загального балансу до структурного бюджету. Відповідно до таких підходів запроваджуються і нові контрольні індикатори щодо дотримання правила балансування бюджету (Кудряшов, 2019).

У ЄС боротьба з викликами, спричиненими пандемією здійснювалася за умов різкого загострення фінансових ризиків. Було визнано, що застосування заходів із їх нейтралізації потребує перегляду фінансових правил. Постали завдання щодо продовження їх використання в умовах зростання невизначеності та необхідності різкого збільшення бюджетних витрат на підтримку додаткових заходів не лише з подолання епідемії, а й із підтримки економічного зростання, підприємницької діяльності, домогосподарств, за одночасного забезпечення фінансової стабільності. Органи державного управління мусили значно перевищити межі, установлені фінансовими правилами. В управлінні бюджетним дефіцитом прогнозувалися: різке зростання його показників (2020 р.); утримання рівня, що значно перевищував рекомендовані індикатори (2021–2022 рр.); зменшення бюджетного дефіциту з метою наближення до вимог, що висуваються фінансовими правилами (з 2023 р.). Передбачалося також зростання показників державної заборгованості.

Науковці пропонували внести істотні зміни до імплементації фінансових правил у зв'язку з активізацією бюджетної політики в період подолання наслідків COVID-19. Певні корективи вносилися і раніше, проте вони не характеризувалися такою масштабністю. Посилилась увага до питань цільового спрямування в застосуванні фінансових правил. Їх використання мало передбачати розв'язання завдань не лише фінансової стабільності, а й підтримки економічного зростання, зайнятості, обмеження негативних впливів на динаміку макроекономічних показників розвитку країни. Уточнювався перелік заходів, спрямованих на покращання фінансової політики шляхом застосування фінансових правил.

Розроблялися проекти фінансових правил “нового покоління”, які передбачали посилення їхньої гнучкості (внесення змін до проведення бюджетних операцій з боку органів державного управління з урахуванням стану економічного розвитку країни, дотримання вимог фінансової та макроекономічної стабільності, погашен-

ня державних запозичень у майбутні періоди). В аспекті спрощення фіскальних правил пропонувалося повернутися до застосування простіших, а також реальних, а не прогнозних показників, зокрема, динаміки боргу та темпів зростання публічних видатків.

Значна увага приділялася розширенню інституційного забезпечення імплементації фіскальних правил. Зокрема, ішлося про посилення контрольних функцій парламенту, залучення неурядових спеціалізованих інституцій, громадських організацій до нагляду за дотриманням фіскальних правил, покращання врахування ринкових імперативів, обмеження впливів на проведення фіскальної політики політичних рішень, які відхиляються від реалізації загальнодержавних інтересів. Рекомендувалися також заходи стосовно зменшення проциклічних нахилів у прийнятті рішень органами державного управління в періоди економічного зростання та стабілізації, а також розширення державних інвестицій.

Важливе значення надавалося питанням відновлення дії фіскальних правил після подолання наслідків епідемії. Визначалися терміни та процедури повернення допущених відхилень від установлених фіскальними правилами індикаторів. Водночас не рекомендувалося застосовування різкого коригування фіскальної політики з метою відновлення дії фіскальних правил. Заходи фіскальної політики мали здійснюватися в рамках оновленого середньострокового планування, а після подолання наслідків епідемії застосування покращених фіскальних правил тривало би. Експерти Єврокомісії та науковці Європейської фіскальної ради розробили пропозиції щодо реформування Пакту стабільності та зростання в аспекті застосування фіскальних правил.

Використання фіскальних правил в Україні потребує подальшої деталізації, а також належного інституціонального забезпечення та нормативного регламентування бюджетних операцій, що здійснюються між учасниками бюджетного процесу в ході імплементації відповідних норм. Підвищення якості фіскальної політики потребує розроблення та імплементації комплексу законодавчих актів, внесення змін до механізмів державного управління та бюджетних процедур, що спрямовують не лише органи державного управління, а й всі інші інститути, залучені до проведення фіскальної політики, на підвищення її результативності.

Упровадження фіскальних правил в Україні не зводиться лише до прийняття обмежень на проведення фіскальної політики (це лише один з аспектів їх використання). Вони застосовуються з метою розв'язання цілого комплексу завдань управління державними фінансами: розроблення стратегічних напрямів фіскальної політики (визначення її цілей, пріоритетів та механізмів їх досягнення); чіткіше розмежування повноважень між державними установами, залученими до її проведення; підвищення якості середньострокового бюджетного планування; розширення транспарентності бюджетних операцій; здійснення моніторингу, аналізу та контролю управління державними активами й зобов'язаннями не лише з боку органів державного управління, а й парламенту, державних організацій, що мають автономію від фіскальних установ; залучення недержавних інститутів для прове-

дення моніторингу та контролю за реалізацією фіскальної політики, а також за провадження дієвих механізмів впливу незалежних інститутів на уряди з метою підвищення їхньої фіскальної відповідальності. У розробленні пакета фіскальних правил для України доцільно також урахувати рекомендації та вимоги, передбачені наднаціональними фіскальними правилами ЄС, та необхідність імплементації їх положень у національні фіскальні правила (Кудряшов, 2019).

Важливе значення надається застосуванню в Україні фіскального правила, що стосується управління державним боргом. Згідно з положеннями БКУ (ст. 18) загальний обсяг державного та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % ВВП. Водночас граничні його показники на кожний бюджетний період визначаються законом про Державний бюджет України (рішенням про місцевий бюджет).

Таким чином, величина державної заборгованості має визначатися щорічно, а її межею є не номінальна сума заборгованості, а її рівень відносно ВВП. Це означає, що прийняте обмеження має довгостроковий характер і відповідає (за термінами дії) вимогам, прийнятим у ЄС. Водночас застосування такого підходу в практиці бюджетного планування (як і правила бюджетування на основі загального балансу) не враховує впливів циклічних змін, а також проведення дискреційних операцій. Адже за умов послаблення економічної активності виникає потреба в розширенні державних запозичень (на коротко- або середньостроковий період). І, навпаки, за економічного зростання таке правило допускає залучення запозичень до 60 % ВВП (замість зменшення заборгованості внаслідок застосування заходів фіскальної консолідації). Без урахування таких змін фіскальні правила перетворюються на обмеження, що стримують прийняття управлінських рішень та зумовлюють застосування “ручного” управління¹.

Актуалізуються питання прозорості застосування фіскальних правил. За визначенням науковців ЄС, за умов низького рівня прозорості державного бюджету використання фіскальних правил може виявитися контрпродуктивним. Застосування правил необхідно відстежувати, інакше фіскальна влада може вдатися до маніпуляцій у проведенні фіскальної політики (особливо в періоди економічних стресів). Фіскальні правила не працюють за умов непрозорості (Alt, Lassen, & Wehner, 2012).

Для застосування фіскальних правил в Україні ще не створено належної системи інститутів, що забезпечують їх упровадження та використання. Вона має охоплювати як державні органи управління (парламент, урядові структури, відокремлені державні установи, що виконують окремі делеговані функції, передані їм від органів державного управління), так і незалежні фіскальні інститути. Дедалі важливішого значення набуває діяльність незалежних фіскальних інститутів (фіскальних рад), що спрямовують діяльність на підтримку стійкого стану державних фінансів та покращання якості фіскальної політики. До їхніх основних функцій

¹ За оцінками науковців, механічні правила не можуть врахувати непередбачуваних обставин, а тому стають неоптимальними. Потрібні такі зміни до їх складу, які б давали можливість застосовувати їх на розсуд урядів держав за умов залучення незалежних експертних фіскальних рад.

належать: проведення оцінки підготовлених (урядовими або незалежними установами) макроекономічних та фінансових прогнозів, розроблення власних проєктів щодо тенденцій розвитку фінансової сфери, здійснення моніторингу й оцінювання фінансових планів та їх реалізації. Особлива увага при цьому приділяється питанням обмеження упереджених підходів щодо бюджетних витрат та дефіцитів, посиленню фінансової дисципліни, розширенню прозорості бюджетних операцій, а також підвищенню якості публічних дебатів у розроблення напрямів фінансової політики. Такі підходи доцільно врахувати в ході застосування фінансових правил в Україні. Доцільно прийняти положення щодо залучення незалежних фінансових інститутів до участі у проведенні фінансової політики та розробити модель їх використання з урахуванням особливостей її економічного, фінансового та соціального розвитку.

Незалежні організації в Україні мають отримати достатні повноваження щодо участі в розробленні напрямів фінансової політики, проведенні моніторингу динаміки показників фінансової сфери, оприлюдненні його результатів, наданні рекомендацій та пропозицій органам державного управління з питань проведення фінансової політики в цілому. Водночас урядові структури повинні мати зобов'язання надавати аргументовані відповіді цим установам на отримані зауваження і пропозиції. Актуалізуються набувають питання співпраці незалежних інститутів із громадянським суспільством, медіа, а у випадках виявлення грубих порушень фінансових правил – звернень до правоохоронних органів.

Таким чином, подолання наслідків пандемії вимагало внесення суттєвих змін до проведення фінансової політики. З одного боку, збільшувалися бюджетні видатки з метою забезпечення заходів протидії поширенню інфекції, з другого – потребували розв'язання завдання обмеження непрямих впливів епідемії: зменшення доходів населення, зниження ділової активності, зайнятості, втрат від переходу до застосування нових форм зайнятості. Зростала необхідність бюджетної підтримки державних корпорацій, фінансового сектору, а також інвестиційної діяльності. Водночас розширення бюджетної експансії (за умов звуження дохідної бази) призводило до порушень фінансової стійкості та виходу за межі прийнятих фінансових правил. Постало завдання щодо допущення відхилень у їх дотриманні в періоди боротьби з викликами пандемії, а також повернення до прийнятих фінансових рамок після її подолання.

Покращання імплементації фінансових правил в Україні потребує уточнення та прийняття процедурних норм, що регламентують їх застосування, зокрема вимог до структури фінансування державного бюджету, порядку внесення змін до складу державних запозичень, недопущення загострення ризиків збільшення державної заборгованості у майбутні періоди, обмеження бюджетної підтримки державних корпорацій, проведення проциклічних операцій, підвищення фінансової відповідальності органів державного управління. Важливого значення набувають питання створення належної системи інститутів, що забезпечують їх упровадження та використання, розроблення стратегії проведення фінансової політики, установлення

її цілей на середньостроковий та поточний періоди, визначення механізмів дотримання та відновлення фінансової стійкості, поглиблення прозорості застосування фінансових правил.

4.3. Ідентифікація загроз фінансовому суверенітету, фінансовій та монетарній безпеці національної економіки в умовах фінансової глобалізації, нестійкого стану державних фінансів та інформаційної асиметрії

Поряд із ризиками, породженими коронакризою, для України залишалися актуальними фінансові ризики, пов'язані зі структурними проблемами економіки. Так, за період з 2015 по 2019 р. економіка так і не показала високих темпів економічного зростання, посилились деіндустріалізація економіки, тінізація економічної діяльності, скоротились трудові ресурси. Рівень доходів в Україні був одним із найнижчих в Європі (40 % від Польщі, якщо порівнювати за ВВП за ПКС на одного жителя), збільшувався розрив із сусідніми країнами ЄС¹.

У таких умовах скорочувалася ресурсна база державних фінансів, що не давало змоги їм ефективно виконувати класичні функції забезпечення макроекономічної стабілізації, справедливого перерозподілу ресурсів економіки та ефективної алокації коштів. Незважаючи на критичну ситуацію з ресурсною базою державних фінансів, політика у сфері державного боргу не була оптимальною. У 2018–2019 рр. процентні ставки обслуговування державного боргу України досягали рекордних значень у світовому масштабі (якщо порівнювати з країнами з аналогічним рівнем розвитку). В результаті бюджетний механізм великою мірою функціонував як механізм перерозподілу ресурсів економіки на користь кредиторів.

Виняткова концентрація уваги НБУ на проблемах інфляції та фінансовій стабільності банківського сектору створила додатковий пласт проблем української економіки, пов'язаний із браком ліквідності у всіх інших секторах економіки, крім банківського (в державних фінансах, нефінансових корпораціях, домашніх господарствах). Беззастережне застосування центральним банком інструментів стримування інфляції призвело не стільки до зниження інфляції, скільки до падіння економічного зростання, загострило проблеми для державних фінансів. Як наслідок, Україна, маючи помірний рівень державного боргу (серед країн Європи з ринками, що формуються), з 2019 р. витрачала рекордні проценти на його обслуговування, що не дає змоги ефективно застосовувати бюджетний механізм для розв'язання актуальних проблем економічного зростання. У 2019 р., попри реальне зміцнення гривні (на 25 %), що дало змогу суттєво зекономити на обслуговуванні валютних позик, ефективна ставка обслуговування сукупного державного боргу не тільки не зменшилась, а й суттєво зросла, перевищивши навіть процентні ставки Туреччини, де національна валюта, починаючи з 2017 р., щорічно девальвувала на 10–

¹ World Economic Outlook. October 2020: A Long and Difficult Ascent / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>.

20 %. Особливо відчутне подорожчання обслуговування боргу відбулося в сегменті ОВДП: середньозважена ставка ОВДП (гривневих та валютних), що розміщувалися у 2019 р., становила 12,8 % річних, а тих що погашалися, – лише 8,6 % річних. З початком пандемії COVID-19 індикатори боргової безпеки України в січні – вересні 2020 р. різко погіршилися, сигналізуючи про підвищення боргових ризиків (рис. 4.1).

На наш погляд, комплексний підхід до оцінки боргової безпеки держави вимагає врахування таких екзогенних загроз, які генеруються поза сектором державних фінансів:

- нестабільність макроекономічного середовища;
- проблемний фінансовий стан банківського сектору;

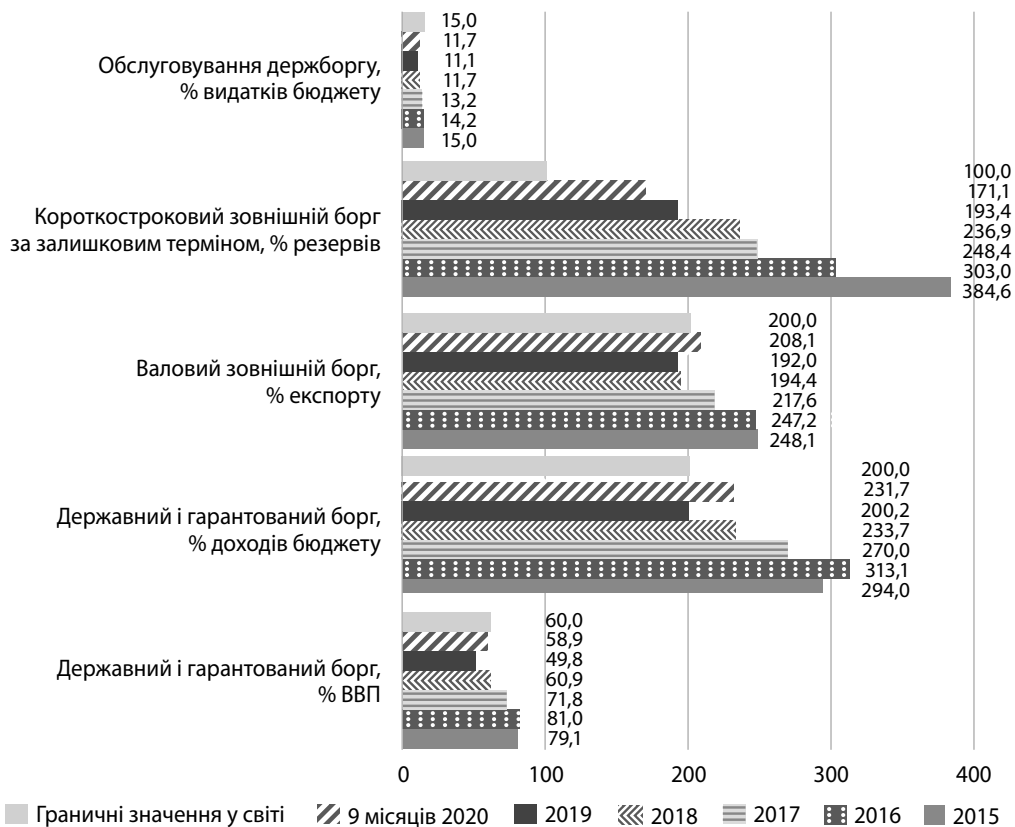


Рис. 4.1. Динаміка індикаторів боргового навантаження України та їх порівняння з граничними значеннями

Побудовано за: Статистика зовнішнього сектору України за методологією 6-го видання “Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції” (МВФ, 2009) / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>; Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

- можливість матеріалізації умовних зобов'язань держави – перекладення на центральний уряд боргів банків і державних підприємств;
- мінливість бази інвесторів і раптова зупинка надходження іноземного капіталу;
- ризики поширення на національну економіку “ефектів зараження” від інших країн чи регіонів світу.

З огляду на це аналіз і моніторинг макроекономічних ризиків мають стати невід'ємним елементом системи оцінювання фінансової безпеки та платоспроможності уряду.

До основних шоків факторів – зовнішніх загроз для фінансової безпеки України, які можуть запустити ланцюг кризових подій, належать:

- підвищення спредів за борговими зобов'язаннями країн з ринками, що формуються (умови спрацювання: виникнення боргової кризи у кількох країнах чи в одній країні-гегемоні; загострення проблем у міжнародній банківській системі і банкрутство одного чи кількох міжнародних банків);
- девальвація національної валюти (умови спрацювання: паніка на валютному ринку, масова втеча капіталу і критичне зниження міжнародних резервів України; подальше нарощування дефіциту поточного рахунку і вичерпання можливостей його фінансування завдяки надходженням по фінансовому рахунку).

Тобто при накопиченні значного обсягу боргових зобов'язань економіка України характеризується підвищеним ступенем вразливості до впливу шоків ситуацій у країнах-партнерах чи на глобальних ринках. При матеріалізації певних фінансових ризиків “ефекти зараження” можуть проникати до економіки України за фінансовим каналом. Як показує досвід минулих криз, проникнення глобальних ефектів до економіки України за цим каналом реалізується таким чином:

- скорочується приплив капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу, зростають виплати за статтею “доходи” та зменшується рівень міжнародних резервів України;
- в умовах непевності та фактичної (очікуваної) девальвації гривні збільшуються масштаби втечі вітчизняного капіталу, що негативно впливає на стан платіжного балансу та стабільність банківської системи;
- на валютному ринку зменшується пропозиція іноземної валюти, внаслідок чого НБУ змушений збільшувати валютні інтервенції для гасіння панічних настроїв, що позначається на рівні міжнародних резервів центрального банку;
- у секторі державних фінансів зростають видатки бюджету на обслуговування боргу, скорочується дохідна база бюджету, знижується ринковий попит на внутрішні й зовнішні боргові зобов'язання уряду;
- зростання процентних ставок на міжнародних ринках ускладнює рефінансування наявних боргів та призводить до підвищення вартості обслуговування зовнішніх боргів (включаючи державний), що погіршує ступінь боргової стійкості;

- підприємства реального сектору (у т. ч. експортери) стикаються з проблемою звуження кредитних джерел для фінансування поточної діяльності та інвестиційних вкладень, знижується платоспроможний попит на їхню продукцію, все це неминуче позначається на рівні економічної активності.

У сфері державних фінансів України найвищі ризики пов'язані зі значними потребами у позиковому фінансуванні, високими є також ризики, які походять від незбалансованої структури державного боргу. Водночас прийнятний розмір державного і гарантованого боргу генерує середні та низькі ризики.

За оцінками фахівців МВФ, у рамках базового сценарію обсяг державного і гарантованого державою боргу в Україні мав зменшитися до 50 % ВВП у 2025 р. Основними компонентами зниження боргового навантаження повинні були зростання реального ВВП, а також (після 2022 р.) досягнення первинного профіциту бюджету. Ризики фіскальної безпеки були пов'язані з ВВП-варантами. Суттєві загрози фіскальній безпеці України породжувалися умовними зобов'язаннями держави щодо виплати зовнішнім кредиторам певної частки приросту номінального ВВП, прийнятими в ході реструктуризації державного боргу за облігаціями зовнішньої позики в 2015 р.¹

ВВП-варанти у світовій практиці розв'язання проблем дефолту використовуються з 1980-х років після боргової кризи країн, що розвиваються. Як правило, умови їхнього випуску не створювали надмірного тиску на майбутній фіскальний простір країни. Наприклад, уряд Аргентини у 2005 і 2010 рр. емітував ВВП-варанти, котрі надавали право інвесторам на отримання протягом 30 років доходу в розмірі 5 % приросту ВВП, якщо збільшення реального ВВП перевищить 3 % на рік. Проте загальна сума виплат обмежувалася заздалегідь визначеною величиною (Guzman, 2016). Уряд Греції у 2012 р. випустив ВВП-варанти, що передбачали виплати в разі зростання реального ВВП більше ніж на 2 % на рік, при цьому річна сума виплат була обмежена 1 % певної, заздалегідь визначеної величини².

Обсяг списання боргу України (знижка до номінальної вартості облігацій розміром у 20 %) при реструктуризації також не видається адекватним. У світовій практиці 1994–2020 рр. є випадки списання у понад 60 % проблемного боргу: Ірак (82 %, 2004 р.), Аргентина (77 %, 2005 р.), Еквадор (68 %, 2009 р.), Греція (65 %, 2012 р.) (Cohen et al., 2020). Стандартним підходом до визначення рівня списання проблемного боргу є поточні котирування державних цінних паперів на вторинному ринку. Напередодні розпочатих переговорів розмір дисконту за суверенними облігаціями України на вторинному ринку становив 40–45 % і саме на таке значення знижки могла би претендувати Україна. Враховуючи обсяг реструктуризації в 16,3 млрд дол., величина списаного боргу мала б становити 9–10 млрд дол., а не 3,2 млрд дол.

¹ Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання : постанова Кабінету Міністрів України від 11.11.2015 № 912. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/912-2015-п>.

² Morgan Stanley research: Greece: Trading After the PSI. 2012. March. URL: <https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=54d49216d685cca1a8b467f&assetKey=AS%3A273696952913921%401442265846605>.

Також унікальну рису угоди про реструктуризацію державного боргу України становило те, що стеля сумарних виплат за ВВП-варантами жодним чином не обмежувалася. Якщо гіпотетично припустити, що ВВП України зростатиме із середнім темпом 7 % на рік, то сумарні виплати перевищать 100 млрд дол. Однак якби в Україні було застосовано умови реструктуризації державного боргу за зразком Аргентини, то максимальний розмір виплат за 20 років становив би 6,2 млрд дол., за зразком Греції – лише 1,4 млрд дол. Обидві суми не створювали б критичних проблем для державних фінансів України.

У роки зростання економіки України з темпом понад 3 % додаткові зобов'язання за ВВП-варантами погіршуватимуть фінансові можливості держави виконувати свої базові функції та посилюватимуть стан ключових галузей бюджетної сфери.

Наявність ВВП-варантів серед зобов'язань Уряду фактично нівелювало існування фіскального правила про обмеження прямого державного боргу рівнем у 60 % ВВП, оскільки не давало достатнього контролю за рівнем боргової стійкості України. Тому контрольний показник державного боргу України для моніторингу дотримання зазначеного фіскального правила мав містити результати оцінки впливу ймовірних економічних сценаріїв на можливе збільшення потреби в запозиченнях для виплат за ВВП-варантами.

Отже, описаний механізм виплат за ВВП-варантами ніс істотні ризики звуження фіскального простору та підривав потенційні можливості економічного відтворення в Україні, утворюючи нескінченний борговий цикл. Параметри реструктуризації боргу, на які погодився Уряд України, видавалися неприйнятними з точки зору забезпечення умов макроекономічної стабільності та сприятливого інвестиційного клімату для довгострокового розвитку національної економіки і містили загрози як економічній, так і фінансовій безпеці країни.

В Україні у сфері фіскальної безпеки країни негативною тенденцією, починаючи з березня 2020 р., стало постійне нарощування обсягу державного і гарантованого боргу. Активне використання боргових механізмів Урядом пояснювалося намаганнями підтримати сукупний попит в умовах гальмування економічної діяльності, підтримати сферу охорони здоров'я та запобігти загостренню соціальної напруженості в суспільстві, а також зусиллями із забезпечення зовнішньої стійкості економіки.

Порівняння фактичного рівня індикаторів боргового навантаження, вразливості державних фінансів, структури державного боргу та рівня боргових виплат з гранично допустимими показниками для країн з ринками, що формуються, дає змогу ідентифікувати загрози борговій безпеці країни та джерела походження високих боргових ризиків (табл. 4.2).

Наведені дані демонструють, що в Україні з 20 показників боргової безпеки та “зон вразливості” державних фінансів 13 у вересні 2020 р. перевищували гранично допустимі значення. Тобто загрози для боргової безпеки України були високими і проявлялися за вектором як обсягу державного боргу, так і структури боргу та вартості обслуговування боргу, а також макрофінансової вразливості державних

Таблиця 4.2

**Індикатори вразливості державних фінансів і боргової безпеки для України
та їх граничні значення**

№ з/п	Індикатори	Граничний рівень	Фактичні значення в Україні станом на 30.09.2020
1	Коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП, в. п.	2	-6,5 (2014–2019)
2	Різниця між номінальною ставкою обслуговування державного боргу і темпами зростання номінального ВВП, в. п.	1,1	-12,2 (2017–2019)
3	Кумулятивне коригування первинного балансу бюджету за 3-річний період, у % до ВВП	2	-0,6 (2017–2019)
4	Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління, % ВВП	-1	+1,2 (2019)
5	Державний борг і гарантований державою борг, % ВВП	70	58,9
6	Державний і гарантований державою борг, % доходів державного бюджету	200	231,7
7	Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	200	208,1
8	Валовий зовнішній борг, % ВВП	70	79,2 (2019)
9	Погашення і обслуговування державного боргу, % доходів бюджету	45	46,5 (2019)
10	Погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу, % експорту товарів і послуг	25	54,4 (2019)
11	Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, % до міжнародних резервів	100	171,1
12	Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	40	77,5 (I півріччя 2020)
13	Валові потреби Уряду в позичковому фінансуванні (сума планованого дефіциту бюджету і погашення боргу), % ВВП	15	14,9 (2020)
14	Середній термін до погашення державного боргу, років	4	8,3
15	Частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, %	15	21,3
16	Частка боргових зобов'язань з фіксованою відсотковою ставкою в загальній сумі державного боргу, %	80	68,4
17	Частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в загальній сумі державного боргу, %	60	66,6
18	Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, %	45	57,5 (2019)
19	Спред дохідності облігацій зовнішньої державної позики, б. п.	600	780
20	Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення в загальній структурі державного боргу, в. п.	1,5	-2,6

Розраховано та складено за: Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

фінансів. Таким чином, Україна з високою ймовірністю наражалася на вплив кризових потрясінь у майбутньому, які породжувалися, поряд з іншими чинниками, високими борговими ризиками.

Проведений аналіз також засвідчив, що лише за показниками обсягу і коригування первинного балансу сектору державного управління, різниці між ставкою обслуговування боргу і темпами зростання ВВП, обсягу державного боргу відносно ВВП, зміни частки короткострокового боргу та середнього терміну до погашення ситуація видавалася більш-менш оптимістичною.

Додатково при проведенні комплексного аналізу загроз борговій безпеці треба зважати на такі чинники:

- коливання обсягів державного боргу, видатків на його обслуговування та витрат на погашення в різні періоди;
- уразливість системи управління боргом до кон'юктурних коливань фінансових ринків та ризиків зміни валютного курсу (що і підтвердилося в нестабільні періоди, зокрема у 2008–2009 та 2014–2015 рр.);
- низький порівняно з іншими країнами рівень кредитного рейтингу України (спекулятивного класу), що не гарантував постійного доступу до джерел рефінансування державного боргу.

Тривалий час в Україні деформована структура державного боргу за видами валют генерувала доволі високі валютні ризики і була одним із чинників погіршення боргової безпеки. Так, на 30.09.2020 частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила 33,5 % загальної суми державного і гарантованого державою боргу (рис. 4.2). Порівняно з вереснем 2018 р. валютна структура державного боргу трохи покращилася: частка гривневих зобов'язань збільшилася на 3.3 в. п. Най-

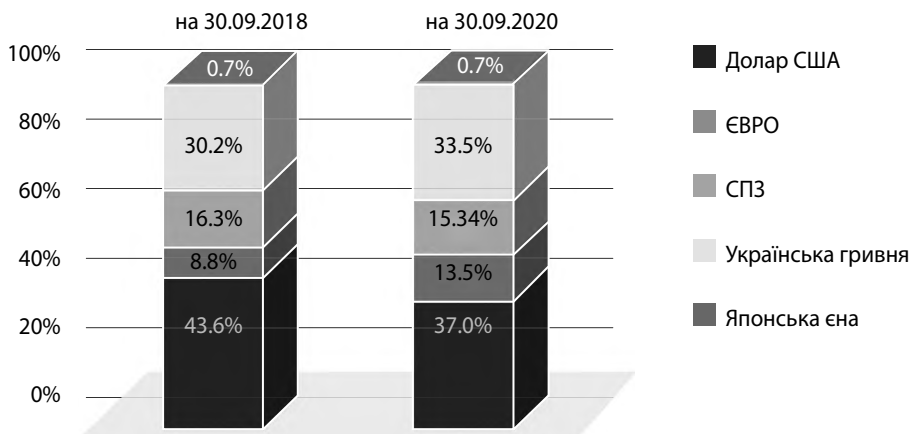


Рис. 4.2. Валютна структура державного та гарантованого державою боргу станом на 30.09.2018 і 30.09.2020

Побудовано за даними Міністерства фінансів України.

більш значущою валютою номінації державних боргових зобов'язань залишався долар США, його частка становила 37 %; помітною також була частка спеціальних прав запозичення (СПЗ) – 15,4 % загальної суми державного і гарантованого боргу.

Багато емпіричних досліджень засвідчили, що шоки умовних зобов'язань зазвичай призводять до значних втрат випуску і погіршення боргової спроможності Уряду. А. Абіад, Г. Дел'Арчіа і Г. Лі оцінили середньострокові втрати реального випуску, пов'язані з банківськими кризами. Вони встановили, що через 7 років після настання банківської кризи рівень випуску зазвичай є нижчим на 10 в. п. порівняно з періодом напередодні банківської кризи (Abiad, Dell'Ariccia, & Li, 2013).

Дослідження Л. Левіна і Ф. Валенсія показало, що видатки уряду на врегулювання банківських криз у середньому становили 10 % активів банківської системи (Laeven, & Valencia, 2012). За оцінками МВФ, у період 2007–2009 рр. прямі фіскальні витрати на підтримку фінансового сектору в країнах, у яких мали місце банківські кризи, у середньому становили 4,9 % ВВП. Найвищий обсяг фіскальних витрат було відзначено в Ісландії (13 % ВВП). У Нідерландах сума прямих фіскальних витрат досягла 12,5 % ВВП, у Великобританії – 8,7, у Люксембурзі – 7,8, у Ірландії – 7,7 % ВВП (Laeven, & Valencia, 2010).

Таким чином, вагомим елементом системи моніторингу боргових ризиків та оцінки боргової безпеки мають бути ідентифікація, аналіз та оцінювання найбільш значущих умовних зобов'язань держави. Міністерство фінансів України зробило значний прогрес у цій площині. Щороку його фахівці готують Звіт про фіскальні ризики та їхній вплив на показники бюджету. У рамках цих звітів подається перелік, аналіз складових та деякі оцінки впливу таких умовних зобов'язань уряду: покриття збитків і погашення боргів державних підприємств, рекапіталізація системно важливих банків, включаючи державні банки, ліквідація наслідків надзвичайних ситуацій техногенного і природного характеру, виконання майбутніх зобов'язань щодо пенсійного забезпечення громадян¹.

В умовах циклічного розвитку економіки виникає необхідність оцінки можливостей фіскального регулювання, мета якого полягає у зниженні негативних проявів циклічності за умови підтримки фіскальної стійкості в країні. Удосконалення фіскальних норм і правил є невід'ємною частиною загальнодержавних заходів з реформування системи управління державними фінансами, протидії макроекономічним загрозам дестабілізації національної економіки.

За оцінкою фахівців МВФ добре сформовані фіскальні правила значно впливають на фіскальний баланс. Перехід від відносно слабо розробленого фіскального правила до досконалішого бюджетного правила може збільшити фіскальний баланс приблизно на 0,6 % ВВП (Caselli, & Reynaud, 2019, с. 4).

Комплексне реформування системи управління державними фінансами має забезпечити внутрішню узгодженість між фіскальними правилами. Фіскальні рамки країни повинні включати середньострокову бюджетну мету разом із незначною

¹ Інформація про фіскальні ризики та їх вплив на показники державного бюджету в 2021 році / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/zvity>.

кількістю операційних правил, які спрямовують річну фінансову політику. Гнучість можна забезпечити простішими способами, наприклад, шляхом використання чітких положень про тимчасове відхилення від дотримання правил та більшої уваги до правил бюджетних витрат, які дозволяють працювати автоматичним стабілізаторам. Узгодженість між правилами сприятиме підвищенню репутаційних витрат для тих, хто не дотримується встановлених правил, та створюватиме відчутні переваги для їх послідовників, не покладаючись при цьому переважно на фінансові санкції.

Важливими зрушеннями бюджетного процесу в Україні, що повинні забезпечити підвищення ефективності бюджетних механізмів у нашій країні та їх наближення до принципів функціонування публічних фінансів у ЄС, є розроблення нормативної бази для повноцінного впровадження середньострокового бюджетного планування в Україні. При цьому варто враховувати, що поліпшення якості управління державними фінансами можна досягти лише за умови встановлення чітких лімітів бюджетних видатків і дефіциту бюджету, надання цим лімітам обов'язкового характеру, високого ступеня інтеграції річних бюджетів у середньострокові рамки бюджету, а також регулярного оцінювання фінансових наслідків поточних політичних рішень у середньостроковому періоді. Для середньострокового бюджетного планування середньостроковий період включає плановий та наступні за плановим два бюджетні періоди.

Слід звернути увагу, що згідно з п. 23-1 розділу VI “Прикінцеві та перехідні положення” БКУ положення ч. 2 ст. 18 Кодексу щодо обмеження загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не більше 60 % ВВП не застосовуються лише у випадках:

- 1) введення воєнного стану в Україні або в окремих її місцевостях;
- 2) введення надзвичайного стану в Україні або в окремих її місцевостях;
- 3) проведення на території України антитерористичної операції та/або операції Об'єднаних сил.

На виконання вимог Директиви Ради 2011/85/ЄС з метою посилення фінансової дисципліни країни ЄС запровадили незалежні фінансові інституції. Їхня роль полягає у здійсненні нагляду за дотриманням фінансових правил, проведенні аналізу фінансової політики, оцінці виконання поставлених завдань, наданні рекомендацій щодо бюджетних показників, здійсненні макроекономічного прогнозування тощо.

У попередніх розділах також було визначено, що саме фінансові правила можуть стати тим ідентифікатором загроз фінансового суверенітету, фінансовій та монетарній безпеці національної економіки в умовах фінансової глобалізації, нестійкого стану державних фінансів та інформаційної асиметрії, тому такий аналіз буде ґрунтуватись на аналізі цих правил, у т. ч. з оцінкою на 2020 р.

Світова пандемія спричинена вірусом COVID-19 спричинила величезні наслідки для світової економіки. Не стала винятком і Україна у 2020 р., де запровадження тотального карантину істотно вплинуло на економічну ситуацію в країні,

а заходи, запроваджувані Урядом для стабілізації економіки, безпосередньо позначились на прогностичних показниках сектору ЗДУ України. Так, проведені заходи політики у 2020 р. вперше з 2010 р. спричинили значний дефіцит на операційному рівні (-6,4 % ВВП).

Досліджуючи інвестиційну складову, слід зазначити, що обсяги чистих інвестицій у нефінансові активи сектору ЗДУ в Україні в період 2004–2019 рр. у середньому коливалися в межах 1,6 % ВВП. У 2016–2019 рр. спостерігалось нарощування капіталовкладень, і цей показник у середньому становив більше ніж 2 % ВВП. Така сама тенденція очікувалася й у 2020–2022 рр.

Вже у 2020 р. пандемія спричинена вірусом COVID-19 справила потужний вплив як на державні фінанси України, так і на економіку в цілому. У 2020 р., за оцінками авторів, очікувався величезний дефіцит у 8,7 % ВВП, котрий мав покриватися насамперед за рахунок зовнішніх джерел фінансування, при чому борг – у понад 66 % ВВП.

Як бачимо з рис. 4.3, фіскальне правило циклічно-скоригованого дефіциту сектору ЗДУ не виконувалось в жодному з 2004–2014 рр., що відповідно генерувало структурні проблеми в державних фінансах України і призвело до їх стрімкої консолідації у 2015–2016 рр.

Як наслідок, з 2015 р. циклічно-скоригований фіскальний баланс вийшов на траєкторію профіциту, який мав зберігатися аж до 2022 р. (окрім 2020 р., коли очікується значний дефіцит спричинений пандемією). Значною мірою збереження позитивного циклічно-скоригованого балансу зумовлювалося кризовим

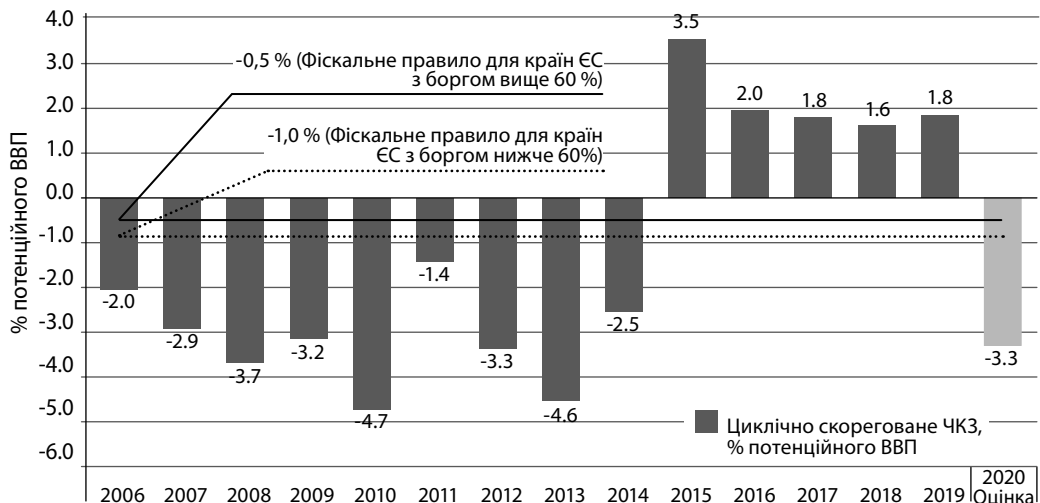


Рис. 4.3. Дефіцит сектору ЗДУ з урахуванням циклічності економіки (циклічно-скориговане чисте кредитування/запозичення), % ВВП

Побудовано за даними моделі Ekvilibro.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

станом економіки України, розрив ВВП якого, за розрахунками (Коноваленко, Богдан, & Яра, 2018, с. 57) оцінювався на рівні більше 8 % потенційного ВВП у 2020 р.

Водночас проведена порівняльна діагностика сектору ЗДУ України та країн – членів ЄС за період 2004–2019 рр. показала, що в середньому за 2015–2019 рр. дефіцит сектору ЗДУ (показник ЧКЗ) України перебував на рівні таких країн, як Словаччина (1,4 % ВВП у 2018 р.) чи Іспанія (–2,2 %) або ж на рівні країн ЄС-28 у 2016 р. (рис. 4.4, 4.5).

Зважаючи на високі процентні платежі за боргом у період 2015–2019 рр., в Україні спостерігався значний профіцит циклічно скоригованого чистого кредитування/запозичення (в середньому 2,2 % потенційного ВВП), що також притаманно такій країні, як Греція, де існувала аналогічна ситуація зі зростанням боргових зобов'язань, а також високорозвинутим країнам – Нідерландам чи Німеччині (де аналогічні показники у 2018 р. становили 0,9 та 1,3 % потенційного ВВП відповідно).

Якщо ж порівнювати показник циклічно-скоригованого ЧКЗ з країнами ЄС-28, то в період з 2004–2014 рр. в Україні спостерігалася ситуація, аналогічна для країн ЄС-28 до 2012 р. Прийняття Фіскального пакту країни ЄС у 2012 р., який містить обмеження щодо структурного (циклічно-скоригованого) фіскального балансу

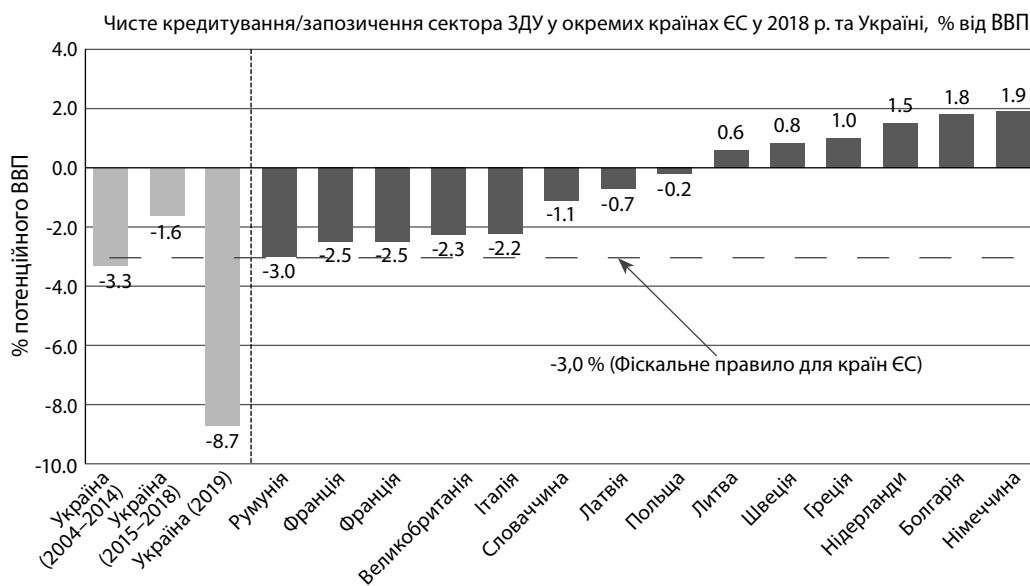


Рис. 4.4. Чисте кредитування/запозичення сектору ЗДУ
в окремих країнах ЄС у 2018 р. та Україні, % ВВП

Побудовано за даними моделі Ekvilibro та Євростату: Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2019. P. 95. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb_autumn2019_en.pdf; Government finance statistics – Summary tables / Eurostat. 2019. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data>.

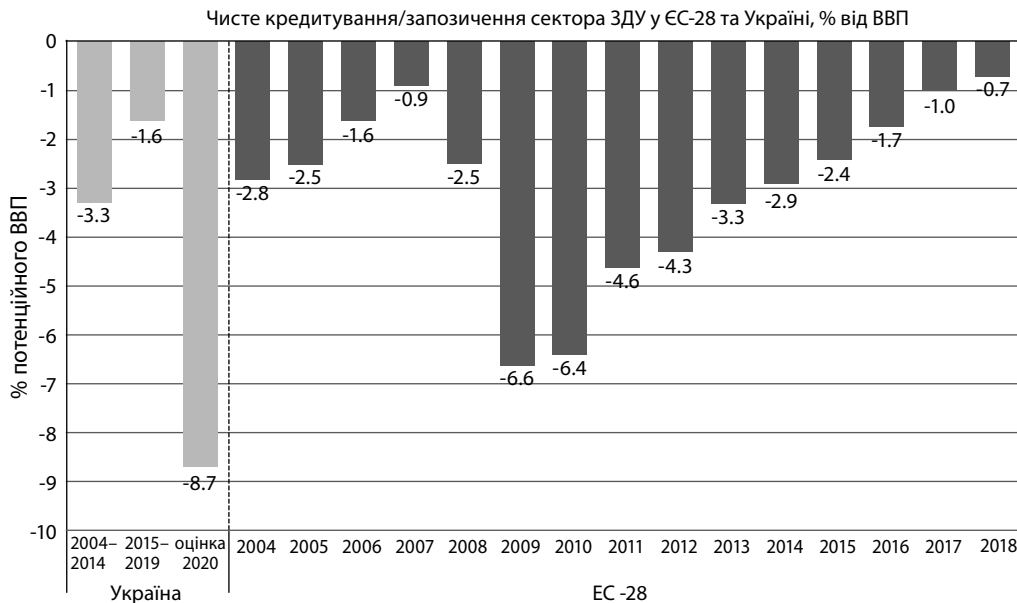


Рис. 4.5. Чисте кредитування/запозичення сектора ЗДУ в ЄС-28 та Україні, % ВВП

Побудовано за даними моделі Ekvilibro та даними Євростату: Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2019. Р. 95. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb_autumn2019_en.pdf; Government finance statistics – Summary tables / Eurostat. 2019. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data>.

сектору ЗДУ, дало змогу значно скоротили циклічно-скоригований дефіцит сектору ЗДУ – до рівня $-1,1$ % потенційного ВВП на кінець 2018 р. (рис. 4.6).

Але ситуація у 2020 р. вказувала на високу ймовірність в Україні проблем зі стабілізацією, оскільки показник ЧКЗ у 2020 р. передбачався набагато вищим, ніж середній показник у країнах ЄС за весь період дослідження з 2004 р.

Слід також підкреслити, що в європейських країнах прийнято визначати та офіційно представляти результати своєї діяльності. Наприклад, Іспанія, Румунія, Франція та ін. у 2018 р. фактично не виконали балансового фіскального правила щодо дефіциту сектора ЗДУ, що свідчило про високий ступінь довіри до визначених показників, і, як наслідок, можливість прийняття подальших адекватних політичних рішень для стабілізації ситуації в країні.

Здійснений аналіз дає змогу зробити висновок, що всі позитивні здобутки розвитку, які Україна здобула у докризових 2018–2019 рр., мала нівелювати криза, спричинена пандемією. Ситуація з державними фінансами, за оцінками авторів, становила для України справжнє випробування, а значні обсяги дефіциту та боргу загрожували фіскальній безпеці в цілому. Тому адекватна оцінка зазначених нами показників необхідна для подальшої стабілізації та пом'якшення наслідків кризи, пов'язаної з пандемією COVID-19.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

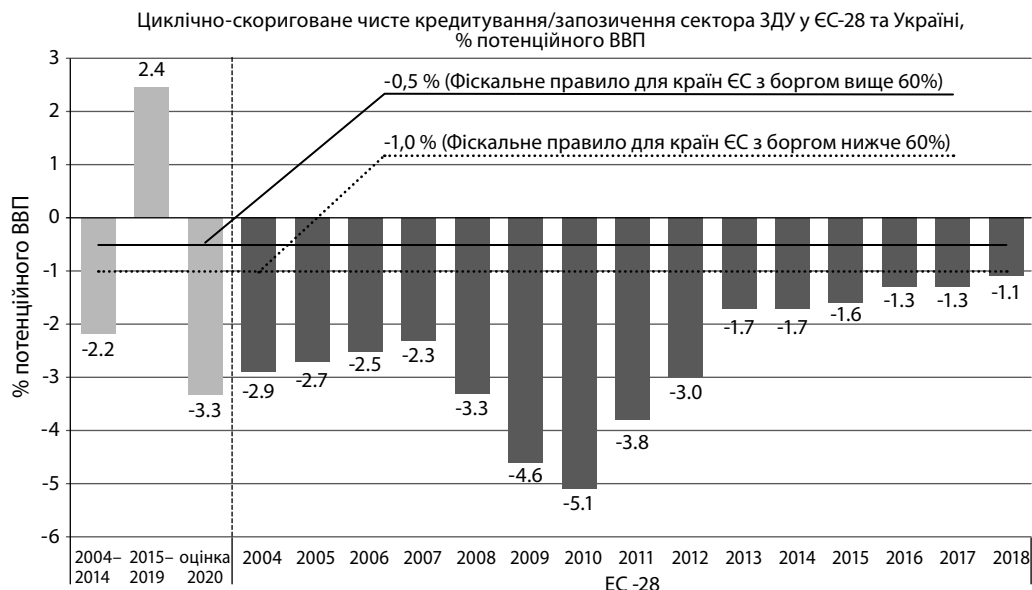


Рис. 4.6. Циклічно-скориговане чисте кредитування/запозичення сектору ЗДУ в ЄС-28 та Україні, % ВВП

Побудовано за даними моделі Ekvilibro та даними Євростату: Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2019. Р. 95. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb_autumn2019_en.pdf; Government finance statistics – Summary tables / Eurostat. 2019. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data>.

4.4. Ідентифікація загроз монетарній безпеці національної економіки в умовах пандемії COVID-19

Фінансова глобалізація висуває до національних економік цілий комплекс вимог, яким вони повинні відповідати задля успішної конкуренції та використання всіх переваг, пов'язаних із поглибленням міжнародної співпраці. До світової кризи 2008–2009 рр., а потім і кризи 2020 р., спровокованої карантинними обмеженнями на тлі поширення пандемії COVID-19, ключовим аспектом монетарної безпеки виступала здатність держави підтримувати стійкий, низький рівень інфляції за відсутності істотних девальваційних ризиків.

Проте дві останні кризи відзначалися, серед іншого, різким загостренням потреби в монетарній підтримці національного виробництва. Адже у зв'язку з його різким падінням інфляційні загрози зникли, й перед державою постало питання зовсім іншого характеру – надання комплексної допомоги бізнесу, виробництву та населенню шляхом використання всіх наявних у неї інструментів, включаючи монетарні. Втім, Україна виявилася не готовою до протидії саме таким викликам, зокрема тому, що основним і єдиним напрямом її монетарної політики після 2014 р. розглядалася виключно мінімізація інфляційних ризиків.

Цільовий показник інфляції було встановлено в розрахунку місяць до відповідного місяця попереднього року в розмірі 5 ± 1 %. Враховуючи інерційний характер економічних процесів, етапність її досягнення було визначено таким чином:

грудень 2016 р. – $12 \% \pm 3$ в. п.;

грудень 2017 р. – $8 \% \pm 2$ в. п.;

грудень 2018 р. – $6 \% \pm 2$ в. п.;

грудень 2019 р. і надалі – $5 \% \pm 1$ в. п.¹

Кінцеве завдання було успішно виконано: у 2019 р. споживча інфляція в розрахунку грудень до грудня попереднього року становила 4,1 % (рис. 4.7).

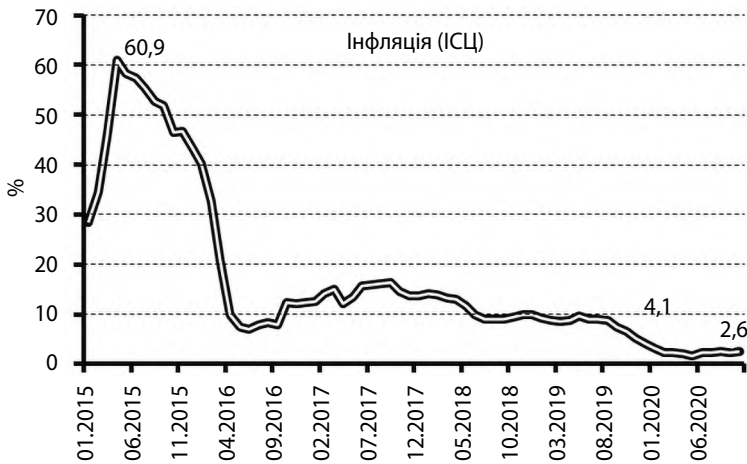


Рис. 4.7. Динаміка споживчої інфляції в Україні у розрахунку “місяць до відповідного місяця попереднього року” (у щомісячному розрізі) у 2015–2020 рр.

Побудовано за даними Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Цільовий рівень інфляції розглядався НБУ як такий, що найкращим чином сприяє зростанню національної економіки². При цьому, однак, допускалися короткострокові періоди відхилень фактичної інфляції від її цільового рівня³. Утім, НБУ не встановлював допустимих меж кількісного відхилення фактичної інфляції від цільового показника 5 ± 1 %. Як наслідок, вона теоретично могла перевищувати або бути нижчою за свій цільовий рівень не лише на кілька відсоткових пунктів, а й у кілька разів. Враховуючи оцінку якісних властивостей цільової інфляції, НБУ

¹ Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. С. 4. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

² Стратегія монетарної політики Національного банку України : схв. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MPR.pdf?v=4.

³ Там само. С. 67.

вважав її оптимальною для зростання національної економіки. До того ж із часом цільовий рівень інфляції міг тільки знижуватися¹.

З огляду на це, а також на висновок НБУ, що утримання інфляції на цільовому рівні сприятиме досягненню економічного зростання з темпами в 4 % на рік², можна вважати оптимальним значенням у координатах “споживча інфляція – темпи зростання ВВП” точку “5 % – 4 %” (з допустимим діапазоном коливань інфляції ± 1 в. п.). При цьому механізм впливу уповільнення інфляції на економічне зростання має класичну інтерпретацію, згідно з котрою зменшення інфляції сприяє зниженню кредитних ставок, що неодмінно веде до активізації інвестиційної й економічної діяльності³.

Водночас аналіз зміни пари “інфляція – зростання ВВП” протягом 2015–2020 рр. не засвідчує безумовну коректність таких припущень. Зокрема, обернено пропорційна залежність між динамікою цін і ВВП у цей період спостерігалася лише тоді, коли споживча інфляція перевищувала 10 % на рік. Коли ж вона проходила цю точку “зламу”, характер взаємозв’язку її та темпів приросту ВВП змінювався на протилежний: чим меншою ставала інфляція, тим нижчою виявлялася динаміка ВВП. Причому спостерігався ледь не лінійний тренд, за яким зменшення інфляції на 1 в. п. асоціювалося не зі зростанням, а з уповільненням приросту ВВП на 1,3 в. п. Цей факт має неабияке значення, оскільки зниження інфляції відбувалося не раптово, а мало цілеспрямований характер, пов’язаний із щорічними основними цілями й завданнями НБУ. Причому кожне їх досягнення/виконання інтерпретувалось як успіх, а невиконання – як невдача, навіть коли після того спостерігалася вища динаміка ВВП.

Іншим важливим фактом є те, що 5-відсотковий рівень інфляції наразі асоціюється не так із максимальними, як із мінімальними темпами зростання ВВП, аж до їх відсутності. На це вказує принаймні умовно-теоретична залежність між цими двома змінними, згідно з котрою за інфляції, меншої від 5 % найімовірніше слід чекати падіння ВВП, що, по суті, й відбулося у 2020 р., коли річні темпи економічного спаду в I–III кварталах становили відповідно мінус 1,3, 11,4, 3,5 %⁴.

Визнання за таких обставин інфляційної цілі на рівні 5 ± 1 % видається якщо не спірним, то таким, що вимагає спеціального обґрунтування. Тим паче, що очікувані 4 % економічного зростання наразі асоціюються не так із інфляцією в 5 %, як із удвічі вищою динамікою цін, а саме з їх приростом на 10 %. Окрім того, сама по собі

¹ Там само. С. 4.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схв. рішенням Ради Національного банку України від 12.09.2017. С. 9. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/OsnovZasad-2018_sr-per.pdf?v=4.

³ Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. С. 4. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>; Стратегія монетарної політики Національного банку України : схв. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4.

⁴ Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

ціль 4 % щорічного приросту ВВП не може вважатися прийнятною для України, оскільки економіки з ринками, що формуються, зростають темпами, котрі наближаються до 5 %¹. Принаймні саме таку динаміку вони демонстрували впродовж чотирьох років напередодні початку пандемії COVID-19 та глобального економічного локдауну 2020 р.

У цьому розумінні варто також взяти до уваги, що взаємозв'язок інфляції й економічного зростання не є одностороннім. Так, спад виробництва у 2020 р. був спричинений насамперед карантинними обмеженнями. водночас часткове припинення виробництва та відповідне падіння загального попиту на його продукцію не могло не уповільнити цінової динаміки. За цих обставин зменшення й ВВП, й інфляції зумовлене чинниками, які перебували поза межами цих двох змінних. Однак, з точки зору монетарної цілі НБУ, описане не має істотного значення. Тому виникає наочна колізія – можливість падіння національної економіки за умов формального досягнення цільового рівня інфляції, що фактично й спостерігалось у 2020 р.

Ключовими факторами такої ситуації є не лише коректність визначення інфляційної цілі як такої та її ролі у структурі грошово-кредитної політики, а й набір використаних монетарних механізмів та інструментів. У цьому контексті варто зауважити, що, згідно з чинною монетарною стратегією її основним інструментом визначено процентну (облікову) ставку НБУ². Це, безперечно, відповідає уявленням про успішну (стійку, безпечну) монетарну політику, котрі панували в період до глобальної кризи 2008–2009 рр. Однак вихід із неї, посткризове відновлення, а також монетарні інструменти, задіяні країнами світу вже у 2020 р. для протидії кризі, спровокованій COVID-19, не вказують на актуальність такого вузького трактування інструментальних можливостей центрального банку. Але НБУ дотримується заявленого погляду щодо пріоритизації наявних у нього монетарних інструментів, попри відсутність такої вимоги навіть із боку законодавства.

Згідно з цим підходом НБУ змінював облікову ставку впродовж 2015–2020 рр. відповідно до фактичної й очікуваної динаміки інфляції. Так, максимальне значення ставки 30 % (2015 р.) було поступово зменшено до мінімальних 6 % (2020 р.), у міру того як рівень фактичної інфляції знизився з майже 60 до 2,4 %. При цьому після 2017 р. номінальний рівень облікової ставки стійко перевищував показник фактичної інфляції.

Певним теоретичним поясненням окресленої політики виступає кількісне визначення Національним банком України нейтральної процентної ставки, яка відображає для вітчизняних реалій стабілізацію економічної динаміки на її потенційному рівні (4 %) за умов досягнення цільової інфляції (5 %). За розрахунками фахівців НБУ, рівень нейтральної ставки для поточних умов української економіки стано-

¹ World Development Indicators / World Bank. URL : <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схв. рішенням Ради Національного банку України від 12.09.2017. С. 3. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/OsnovZasad-2018_sr-per.pdf?v=4.

виль: у реальному вимірі – 2 %, у номінальному – 7 % (Груй, Лепушинський, Нінолайчук, & 2018). При цьому перевищення обліковою ставкою цього рівня (7 %) пояснюється необхідністю забезпечення стійкої дезінфляції. Однак у ситуації 2020 р., коли облікову ставку було зменшено до 6 %, її рівень почали інтерпретувати як такий, що є нижчим від нейтрального й тому відображує м'яку монетарну політику.

З огляду на фактичну динаміку інфляції її зниження, безперечно, можна вважати таким, що відповідає проголошеній цілі. Водночас результати цього зниження поки що мало узгоджуються з очікуваними. Адже істотне падіння й цінової динаміки, й номінальних ринкових ставок (з майже 24 % в національній валюті у квітні 2015 р. до 9,7 % у вересні 2020 р.¹ не привело до активізації банківського кредитування. Навпаки, з листопада 2018 р. сформувався тренд його абсолютного зниження. При цьому із січня 2019 р. річні прирости банківського кредитування – як загального (рис. 4.8), так і в національній валюті (рис. 4.9) – залишалися від'ємними.

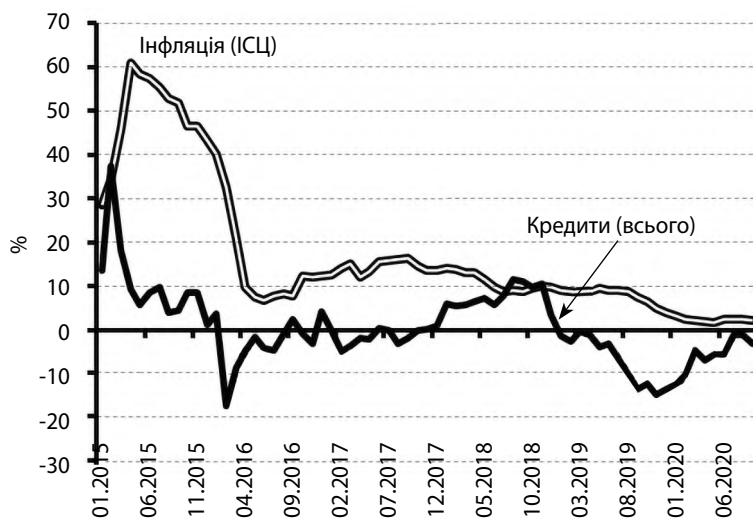


Рис. 4.8. Динаміка споживчої інфляції та річних темпів приросту кредитного портфеля банківської системи України (у місячному розрізі) у 2015–2020 рр.

Побудовано за: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>; Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

Більше того, з квітня 2016 р. динаміка банківських кредитів, наданих у гривні, взагалі синхронно уповільнювалася зі зниженням інфляції. При цьому навіть спостерігався певний взаємозв'язок, завдяки чому зменшення інфляції на 1 в. п. асоціювалося зі зменшенням приросту кредитного портфеля в гривні на 2,2 в. п. А за падіння інфляції нижче від 10 % на рік обсяг гривневих кредитів узагалі починав абсолютно зменшуватися.

¹ Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

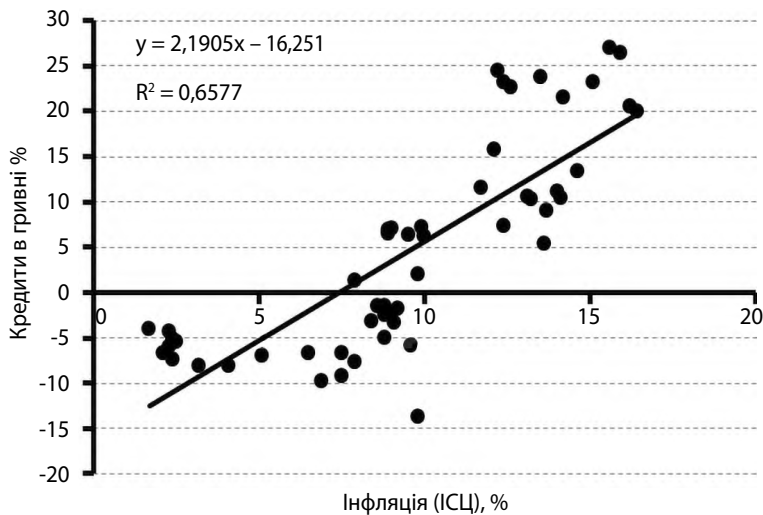


Рис. 4.9. Динаміка споживчої інфляції та річних темпів приросту кредитного портфеля банківської системи України в національній валюті (у місячному розрізі) у 2016–2020 рр.

Побудовано за: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>; Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

Наведені статистичні спостереження не так підтверджують ключові припущення монетарної стратегії НБУ, як дають підстави для її критичного переосмислення. Адже тренд зниження інфляції не видається дієвим із точки зору нарощування ні банківського кредитування, ні виробництва. Тому спроби їх монетарного регулювання шляхом застосування лише одного (ключового) інструменту – процентної ставки – теж важко вважати вдалим.

Жорсткий наголос НБУ на визначенні інфляції як його єдиної (монетарної) цілі можна певною мірою пояснити відвертими провалами курсової стабілізації гривні, котра під час криз 1999, 2009 і 2014 рр. девальвувала в середньорічному вимірі на 68,6, 47,9 та 83,8 % відповідно.

Проте застосування в Україні режиму вільного плавання також викликає певні ґрунтовні зауваження: як свідчить майже дзеркальне відображення курсових шоків у цінових, механічно позбутися валютних ризиків гривні неможливо. Головна причина цього – чималі рівні доларизації та зовнішньоторговельної відкритості національної економіки, що зумовлює її високу чутливість і до девальваційних, і до ревальваційних коливань. Причому, якщо курсове посилення гривні сприяє деінфляційній політиці центрального банку, то девальвація їй відверто заважає, а в окремих випадках навіть здатна звести нанівець усі зусилля щодо досягнення цільового рівня інфляції. Вагомим фактором у цьому плані є її курсова еластичність.

Кількісні параметри останньої можна оцінити на інтервалі 2009–2019 рр., коли в Україні спостерігалися два епізоди валютних криз зі сплесками інфляції, а також курсової стабілізації з подальшим настанням “цінового штилю” та дефляції

(2012–2013 рр.). Аналіз щорічних темпів приросту валютного курсу гривні та споживчих цін на всьому окресленому інтервалі дає змогу оцінити курсову еластичність інфляції приблизно на рівні $-0,38$ (рис. 4.10). У практичному значенні вона свідчить, що впродовж 2009–2019 рр. середньорічна девальвація гривні на 1 в. п. супроводжувалася зростанням споживчої інфляції на 0,38 в. п. Отже, можна припустити, що за наявності відповідних девальваційних очікувань цільовий рівень інфляції у 5 % може бути досягнуто в Україні за девальвації гривні на 13 %. У разі ж її знецінення на 16 % інфляція взагалі може вийти за межі встановленого діапазону 5 ± 1 %. Такий висновок де-факто визначає кількісний поріг допустимих девальваційних коливань гривні, оскільки його перевищення ставить під сумнів можливість утримання інфляції в проголошеному цільовому коридорі.

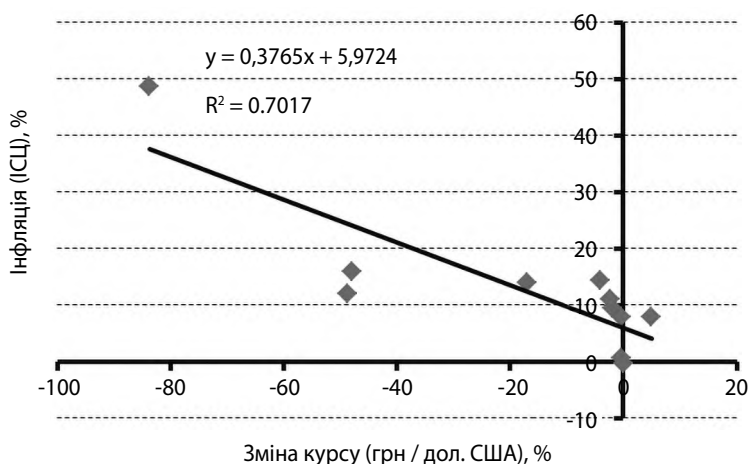


Рис. 4.10. Динаміка щорічних темпів приросту валютного курсу гривні до долара США та споживчої інфляції (у середньорічному вимірі) у 2009–2019 рр.

Розраховано та побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

Аналіз курсової еластичності інфляції на інтервалі 2016–2019 рр. дає можливість отримати більш помірні її оцінки, а саме близько $-0,26$ (рис. 4.11). Характерною ознакою цього періоду було відновлення економічного зростання та керованості валютного курсу гривні. Відповідно, поліпшилися й курсові очікування. Як наслідок, було розширено допустимі межі девальваційних коливань гривні, за котрих цільова інфляція у 5 % може бути досягнута при знеціненні гривні на 19 %. У разі ж її девальвації на 23 % фактична інфляція загрожуватиме вийти за цільові межі 5 ± 1 %.

Наведені оцінки граничних меж знецінення гривні відносно валюти її прив'язки (долара США) є умовними в тому розумінні, що не враховують вплив на інфляцію інших чинників. Водночас, власне, девальваційний поріг у 15–20 % відповідає

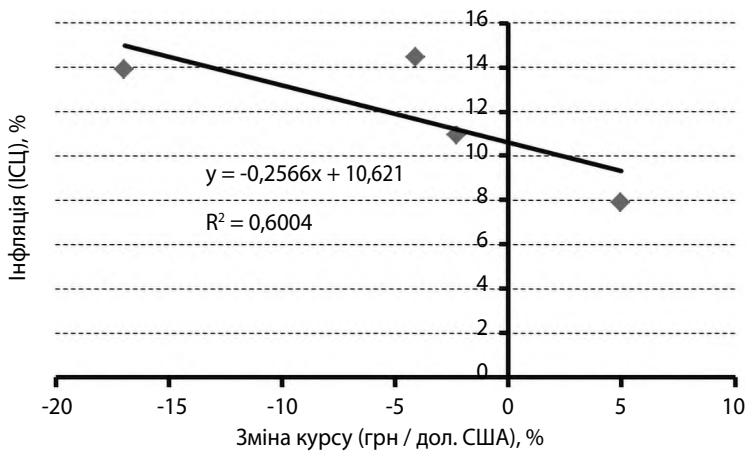


Рис. 4.11. Динаміка щорічних темпів приросту валютного курсу гривні до долара США та споживчої інфляції (у середньорічному вимірі) у 2016–2019 рр.

Розраховано та побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

загальним уявленням про критичні межі курсових коливань національних валют. Окрім того, він піддає сумніву тезу не просто щодо допустимості вільного курсоутворення гривні, а й навіть його необхідності як одного з ключових факторів забезпечення успішної (безпечної) монетарної політики.

На практиці цей висновок наочно підтверджує стійка залежність України від офіційного зовнішнього кредитування. Адже з 2016 р. вона змушена щороку вдаватися до нових зовнішніх запозичень на рівні як міжнародних фінансових організацій (насамперед МВФ), так і двосторонніх міждержавних відносин. При цьому їхнім ключовим лейтмотивом незмінно залишається загроза девальваційного й інфляційного рецидивів.

Міжнародні резерви. Викладене зумовлює потребу в накопиченні та підтримці міжнародних резервів у обсязі, достатньому для нівелювання небезпечних курсових коливань гривні. На кінець листопада 2020 р. він становив 26,1 млрд дол. США¹. Разом із тим його відносна оцінка за методикою АРА (МВФ) показує, що впродовж останніх 20 років міжнародні резерви України перебували на безпечному рівні тільки у 2005 і 2007 рр., під час пікових значень зовнішньої кон'юнктури на її експортну сировину. Згодом вони жодного разу навіть не наближались до мінімально безпечної межі в 100 %, не говорячи вже про верхній поріг у 150 % (рис. 4.12). При цьому мінімально небезпечний їх рівень спостерігався у 2014 р. (23,5 %). А наприкінці 2019 р. він сягнув 85,8 %, залишаючись майже на 14 % нижчим за найменшу потрібну величину.

¹ Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

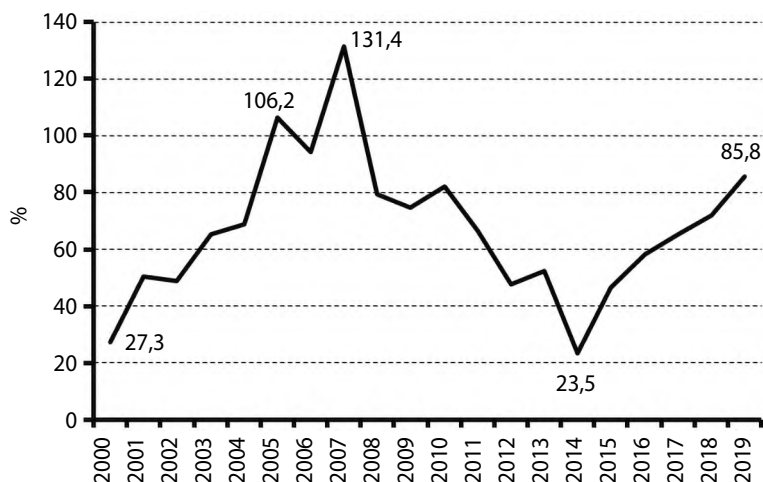


Рис. 4.12. Динаміка відносного рівня міжнародних резервів України, розрахованого МВФ за методикою АРА (діапазон безпечних значень 100–150 %) у 2000–2019 рр.

Побудовано за: Ratio of reserve/ARA metric / International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/UKR.

З огляду на інтегральний характер рівня міжнародних резервів, обчисленого за методикою АРА, а також його переважно низькі значення, природно постає питання про окремі причини ситуації, що склалася. Певну відповідь на це питання дає динаміка відношення міжнародних резервів України до величини її короткострокового зовнішнього боргу. Адже впродовж 2000–2019 рр. воно жодного разу не досягало 100 %, тобто ці резерви щороку залишалися меншими за обсяг короткострокового зовнішнього боргу, котрий вони мали б як мінімум покривати. При цьому наприкінці 2019 р. величина резервів була майже на 35 % нижчою за мінімально необхідний обсяг зовнішніх боргових зобов'язань.

Необхідність радикального перегляду незалежності центрального банку. Незалежність центрального банку зазнає особливої загрози у періоди виборчих перегонів, коли може відбуватися тиск на центральний банк навіть за рахунок завдавання наступних тривалих збитків для економіки. Однак в інтересах національної безпеки ЦБ повинен бути здатним проводити монетарну політику дискреційно, тобто на власний розсуд. Водночас немає чіткого тлумачення тези про необхідність тісної взаємодії центрального банку та уряду в розробленні й реалізації економічної політики.

Роль ЦБ значно розширилася. У більшості країн світу, зокрема у США, це породило надзвичайно мало публічних дискусій. Історично ідея незалежності ЦБ означала насамперед свободу від вирішення короткотермінових проблем політиків. Натомість ЦБ отримали можливість визначати монетарну політику, як вони вважають за потрібне, зазвичай із метою не лише зниження інфляції, а й постійного встановлення режиму довіри до монетарної стабільності.

Основна ідея полягала в дотриманні компромісу між інфляцією та безробіттям. Якби виборці та політики мали повну свободу, то вони обрали б низький рівень безробіття за ціною вищої інфляції. Тому ЦБ доручено робити все, задля досягнення лише однієї мети: утримувати інфляцію на низькому рівні. Надання ЦБ ролі проти ваги утримувало б необачливих чи некваліфікованих політиків від спроб проводити експансійну політику, оскільки вони заздалегідь знали б, що ЦБ зобов'язаний буде відреагувати відповідними процентними ставками. Водночас заспокійливий сигнал отримують фінансові ринки. Таким чином, цінову стабільність можна досягти за не надто болісного рівня безробіття.

Це була модель, яка спиралася на низку припущень щодо економіки (існував компроміс між інфляцією та безробіттям) і суспільства в цілому (діяли значні соціальні сили, які прагнули до високої зайнятості незалежно від інфляції). Модель також базувалася на припущенні щодо мотивації виборців і політиків, та теорії вибору, що сприяло технократичному розрахунку, інституційній незалежності та не дискреційним правилам.

До 1990-х років незалежний ЦБ, який бореться з інфляцією, став глобальною моделлю, котра поширилася навіть на країни, що розвиваються. Поряд із незалежними судами та дотриманням прав людини незалежні ЦБ були частиною уявлень про демократії. Як зазначалося, останні десятиліття ЦБ стали могутнішими, ніж будь-коли. Однак із розширенням їхньої ролі та зміцненням балансів втратилась чіткість цілей. Колосальне збільшення сили й відповідальності ФРС та інших ЦБ по всьому світу у відповідь на COVID-19 підтверджувало такий розвиток подій. Формальні мандати рідко коригувались, але сфера дій, очевидно, істотно розширилась.

Консервативні економісти констатують, як парадигма 1990-х років розпадається, а ЦБ своєю діяльністю відчутно впливає на формування цін та створює економічні стимули. Центральний банк, завантажений екстремними покупками облігацій, потрапляє в замкнуте коло залежності від позичальників у стресовому стані, чий борг він купує.

Втручання ЦБ допомагає приборкати ризики фінансової системи, але це не стримує її зростання і не створює рівних умов. Низькі процентні ставки шкодять заощаджувачам, пенсійним фондам і фондам страхування життя, яким потрібно зафіксувати надійну довгострокову віддачу своїх портфелів. До блокування економіки в умовах COVID-19 рекордно низький рівень безробіття більше не перетворювався на підвищення заробітної плати. Маючи близькі до нуля довгострокові процентні ставки, політики відмовлялися позичати гроші на державні інвестиції.

Слід нагадати, що модель незалежності ЦБ виникла внаслідок краху Бреттон-Вудської системи під час Великої інфляції 1970-х років. Величезний спектр форм втручання, що проводяться ЦБ нині, був породжений кризою глобально інтегрованої фінансової системи внаслідок відсутності інфляційного ризику. Однієї лише цілі цінової стабільності вже недостатньо для визначення мандату головного відомства з питань економічної політики. Фінансова стабільність є надзвичайно

важливою, але теперішні відносини між ЦБ та фінансовою системою, як правило, схилиють до захоплення небезпечних спекуляцій. Тим часом повільне зростання економіки, нерівність та безробіття є корінням багатьох соціальних негараздів, і, тим самим, проблема боргового тягара – те, як управляти державним боргом, залежить переважно від темпів зростання економіки. Зрештою, суспільство стикається з фундаментальними екологічними проблемами, які створюють значний виклик поколінням для інвестицій.

Це політичні виклики, і гроші та фінанси повинні відігравати ключову роль у вирішенні всіх проблем. Водночас у науковій літературі немає чіткого тлумачення тези про необхідність тісної взаємодії ЦБ та уряду в розробці й реалізації економічної політики. Незалежність ЦБ означає, що він має бути захищений від ситуативного політичного тиску, особливо коли правляча партія прагне проводити надто експансійну монетарну політику задля зменшення безробіття, яке буде досягнуто лише на короткий час, але призведе до середньострокових негативних ефектів: послаблення конкурентоспроможності економіки і зростання інфляції.

Автономія ЦБ реально зростає, коли його вищими керівниками стають не за протекцією певних політиків (партій), а дійсно визнані експерти та вчені.

Варто звернути увагу на оригінальну точку зору економіста Дж. Монторіол-Гарріга (Montoriol-Garriga, 2013). Вона визнає, що останні 20 років більшість ЦБ проводять таргетування інфляції, аби забезпечити стабільність цін та сприятливе макроекономічне середовище для стійкого, збалансованого зростання. Однак глобальна фінансова криза дала змогу пересвідчитися, що моніторинг цін на споживчі товари не гарантує, що ціни на інші активи – такі як фінансові активи або нерухомість, демонструватимуть схожу тенденцію. Після періоду надмірної ліквідності утворилися спекулятивні бульбашки, які, зрештою, лопнули і спричинили негативні наслідки для фінансової стабільності. У результаті тривалого періоду фінансової турбулентності більшість розвинутих країн втратили потенціал економічного зростання: ЦБ вдалося стримати інфляцію на цільовому рівні, але це не зупинило стагнацію економіки. Як наслідок, виникли сумніви щодо того, чи є досягнення цілі стосовно інфляції найкращою стратегією для досягнення кінцевих цілей економічного зростання та створення робочих місць. Дедалі більше науковців та політиків вбачали потребу переосмислити або навіть змінити цілі монетарної політики.

Наприклад, ФРС США є приватно-державним партнерством, яке функціонує незалежно від уряду. Однак дії ФРС під час фінансової кризи 2007–2008 рр. породили нові дискусії щодо доречності статусу установи, незалежної від політики уряду. Більш конкретно постає питання про розмежування нагляду, спостереження над монетарною політикою та безпосередньої реалізації монетарної політики центральним банком. Такий нагляд має бути надінституційним, тобто здійснюватися не керівним органом ЦБ, а колегіальним органом з представництвом інтересів громадськості. Явним прогресом є те, що рішення стосовно монетарної політики ФРС приймає рада директорів (керуючих), котрі призначаються на значно більший термін, ніж члени парламенту та президент країни, а саме на 14 років. Підзвітність

ФРС Конгресу в плані нагляду (піврічні звіти про монетарну політику) дає змогу постійно орієнтувати ЦБ на досягнення максимальної зайнятості населення та стабільних цін.

ФРС стала лідером у перегляді стереотипу щодо першочерговості цільової інфляції, коли у грудні 2019 р. оголосила, що продовжуватиме експансійну монетарну політику, поки рівень безробіття не опуститься нижче визначеної мети, а саме 6,5 %, за умови, що середньострокова інфляція не перевищить 2,5 %. ФРС продемонструвала прихильність виконанню свого подвійного мандата, який полягає не лише у підтриманні стабільності цін, а й у сприянні повній зайнятості. Це був перший випадок, коли, крім інфляційного рівня, ЦБ було прийнято цільовий показник зайнятості, аби урівняти досягнення обох мандатів як цілей монетарної політики.

Одна з пропозицій, яка залучає дедалі більше прихильників, полягає в заміні поточного цільового рівня інфляції на зростання номінального ВВП. Привабливість такої версії мети ЦБ полягає в тому, що вона не розрізняє інфляцію та реальне зростання ВВП. Якщо певний шок зменшить темп зростання реального ВВП нижче його потенційного рівня, то за таким мандатом ЦБ зможе проводити експансійнішу монетарну політику, хоча її реалізація може спричинити зростання інфляції. Таким чином ЦБ згладжував би макроекономічні коливання за рахунок більшої мінливості інфляції.

Центральний банк міг би взяти на себе зобов'язання підтримувати номінальний темп зростання ВВП, наприклад, 4,5 %: приблизно 2 % відповідає інфляції, близькій до поточної мети, і 2,5 % забезпечують потенційне зростання протягом тривалого часу. Тобто захист фінансової стабільності буде спрямований на політику, яка систематично враховуватиме ціни на активи, особливо нерухомість та фінансові інструменти, щоб зупинити утворення спекулятивних бульбашок.

Критики незалежності ЦБ стверджують, що передача повноважень із розроблення і реалізації монетарної політики незалежній установі не забезпечить захист суспільних інтересів, а передасть діяльність ЦБ у розпорядження групи осіб. Противники незалежності ЦБ також припускають, що слабкий або невизначений механізм підзвітності такої установи громадськості суперечить засадам демократичного суспільства. Насправді, у країнах зі слаборозвинутими інститутами демократії призначення голови ЦБ стає сферою політичних ігор, а вплив правлячої партії або президента країни ставить під сумнів об'єктивність кадрових призначень.

Іншим аргументом проти незалежності є те, що цей статус не сприяє ефективній координації між монетарною політикою центрального банку та фіскальною політикою уряду. Обидві сторони можуть діяти неузгоджено, наприклад, уряд посилює податковий тиск, а ЦБ знижує ключову ставку, і, навпаки, коли уряд оголошує скорочення податків для стимулювання бізнесу, ЦБ проводить жорстку монетарну політику (обмеження грошової маси та висока ключова ставка порівняно з інфляцією). Така різноспрямованість заходів призведе до нейтралізації їхнього впливу на економічне зростання.

Економісти А. Кунайді та Д. Дарванто критично розглянули обернену кореляцію між незалежністю ЦБ та інфляцією, що стала консенсусом, якому довіряли у всьому світі (Kunaedi, & Darwanto, 2020). Вони визнали, що немає однозначного пояснення, чому і як незалежність ЦБ зуміла стримати інфляцію. Дослідники проаналізували дані 20 країн Азії з інституційною різноманітністю за допомогою динамічного підходу до вибірки даних. Результати вказували на те, що обернена кореляція між незалежністю центрального банку та інфляцією залежить від розвитку фінансового сектору, а також від інституційної якості кожної країни. Наприклад, фінансова криза в Європі призвела до посилення впливу ЄЦБ на механізм прийняття рішень ЄС. Це відбулося значною мірою через те, що структура єврозони виявилася неготовою до боротьби з кризою, а ЄЦБ – інституція, яка має найкращу здатність до швидких дій: вона може оперативно створити потенційно необмежену суму грошей.

Хоча здатність ЄЦБ діяти швидко була загалом корисною для реагування на кризи, його незалежність сприймалась як перешкода для монетарної політики, орієнтованої на ефективну підтримку економіки єврозони. Зокрема, ЄЦБ фактично змусив уряд Ірландії допомогти банківському сектору за рахунок власних громадян, котрі заплатили високою ціною – політикою жорсткої економії видатків.

Експерт Д. Масціандаро розглядав форму фіскальної монетизації, яка призводила до зменшення балансу ЦБ без постійного збільшення грошової бази (Masciandaro, 2020). Він вважав, що коли відповідальний уряд складається з політиків, зацікавлених у кар'єрному зростанні, а громадянський рух неоднорідний, тоді поєднання політик (фіскальної та монетарної) призведе до конфліктів між політиками й банкірами ЦБ. Виникне політичний тиск, і варіант так званих грошей на вертольотах буде менш імовірним.

Окремі прихильники “позитивної теорії грошей” пропонують провести реформи ЄЦБ шляхом його демократизації¹. У принципі, позитивісти підтримують незалежність центрального банку, оскільки це забезпечує надійну структуру управління, яка може захистити монетарну політику від надмірного зовнішнього тиску. Мета “концепції позитивних грошей” полягає в реформуванні ЄЦБ та його законодавчої бази, щоб максимізувати “демократичну підзвітність”.

По-перше, підвищення демократичної відповідальності ЄЦБ, який офіційно підзвітний Європейському парламенту. Однак ця підзвітність є слабкою, оскільки обмежується офіційним діалогом між ЄЦБ та членами Європарламенту (так званий монетарний діалог). Крім того, останній виконує лише консультативну роль у процесі призначення членів правління, котрих фактично призначає Європейська Рада за закритими дверима. Парламент повинен відігравати впливовішу роль у вивченні діяльності ЄЦБ та у процедурах призначення та відкликання членів його правління.

¹ Democratize the European Central Bank. 2020. URL: <https://www.positivemoney.eu/democratize-european-central-bank/>.

По-друге, ЄЦБ повинен мати чіткий мандат. Хоча Договір про заснування ЄС головною метою ЄЦБ називає підтримання цінової стабільності, він не надає визначення її сутності, внаслідок чого ЄЦБ може, так би мовити, вільно самовизначатися. Це означає, що він може модифікувати власну мету, якщо її не вдалося досягти, або може виправдати невиконання її, посиляючись на нечіткість визначення терміна. Експерти вважають, що мета ЄЦБ не повинна визначатися ним самостійно, а також не повинна встановлюватися на необмежений період. Натомість цілі монетарної політики слід часто переглядати та, за необхідності, коригувати з урахуванням результатів її виконання й економічних обставин.

По-третє, ЄЦБ повинен чітко підтримувати соціальні та екологічні цілі розвитку суспільства і економіки. Крім цілі щодо стабільності цін, Договір про заснування ЄС зобов'язує ЄЦБ "підтримувати загальні цілі Європейського Союзу", включаючи соціальну та екологічну сфери. На практиці ЄЦБ майже нічого не робить у цьому плані. Зокрема, необхідно запустити механізм грошової підтримки домогосподарств ("вертолітних грошей") замість політики кількісного пом'якшення, а також брати участь у структурних діалогах з Європейським парламентом, Єврокомісією та Європейським інвестиційним банком, аби знайти шляхи сприяння інвестиціям у стале фінансування, не послабляючи власну незалежність.

По-четверте, варто підвищити прозорість діяльності, оскільки ЄЦБ неодноразово демонстрував надмірний ступінь її секретності. Наприклад, це єдиний центральний банк, що не розкриває інформацію про голосування членів Ради керуючих, і він відмовився надавати документи Європейському рахунковому суду щодо управління кризою, не прийняв реєстр прозорості ЄС для лобістів.

Експерт агентства Bloomberg К. Крук зазначав, що через масштабні витрати у зв'язку з пандемією ЦБ не зможе залишатися політично нейтральним (Crook, 2020). Ця криза спонукатиме як мінімум до значно тіснішої координації діяльності урядів та центральних банків, що, ймовірно, потребуватиме запровадження відкритого політичного контролю за діяльністю ЦБ, у т. ч. ФРС США.

Незалежність ЦБ вважалася беззаперечним постулатом протягом багатьох років. Вбачалося, що політики думають "короткостроково" (не довше періоду своїх повноважень) і приймають ситуативні рішення з політичних мотивів.

Відповідно до загальноприйнятої точки зору, не існує стійкого компромісу між інфляцією та зайнятістю. Підвищення інфляції не знижує рівня безробіття і, ймовірно, уповільнює економічне зростання. Отже, підтримання низької інфляції допомагає всім економічним суб'єктам. Тоді сама монетарна політика стає переважно технічним питанням, яке можна делегувати експертам (членам комітету, що займається нею), котрі не мають прямої підзвітності перед виборцям, отже, не виникає ризик популізму.

Перспектива тривалого повільного зростання – стагнація – вже ставила під сумнів політику ЦБ. Ризик підвищення інфляції здавався віддаленим. Оскільки процентні ставки були мінімальними або дорівнювали нулю, подальше зниження ключових ставок використовувалося мало. Аби підтримати попит, ФРС та інші ЦБ

провідних країн світу повинні були вдатися до надзвичайно масштабного викупу облігацій, і це стирало межу між монетарною та фінансовою політиками.

Автор книги “Невибрана влада: пошуки законності в центральній банківській справі та державі, що регулює законодавство” нагадує, що протягом десятиліть монетарну політику трактували як технічну (Tooze, 2018). Пандемія назавжди позбавила від цієї ілюзії. Показовим є рішення конституційного суду Німеччини про те, що ЄЦБ не зміг належним чином обґрунтувати програму придбання активів, розпочату в 2015 р.¹ Закупівлі були величезними – понад 2 трлн євро державного боргу. Це важливо не лише тому, що ЄЦБ є другим за значимістю центральним банком у світі, і не тільки тому, що глобальна фінансова стабільність залежить від стабільності єврозони.

Занепокоєння рішенням суду висловлюють також інші експерти. Вони вважають, що рішення Федерального конституційного суду Німеччини від 05.05.2020 про монетарну політику ЄЦБ зачіпає не тільки ставлення Німеччини до ЄЦБ та Суду Європейського Союзу, а й конституційні засади монетарної політики (Hollmayer, & Köhl, 2019). Суд відходить від німецької традиції довіряти монетарну політику незалежному ЦБ, якому лише дано завдання забезпечувати стабільність цін. Згідно з міркуваннями суду, значна частина того, що раніше робив німецький Бундесбанк, не буде допустимою згідно з Конституцією Німеччини. Експерти вважають, що незалежність потрібна ЦБ, аби гарантувати, що монетарна політика не підпаде під домінування тогочасної ситуативної економічної політики, із заходами, що завдають шкоди тим, хто тримає гроші та інші номінальні активи, але може захистити вартість своїх активів від знецінення. З цієї ж причини також потрібен мандат ЦБ, щоб надати пріоритет щодо стабільності цін. Вимоги суду підривають як виключну прихильність центрального банку стабільності цін, так і його незалежність, що має шкідливі наслідки не лише для ЄЦБ, а й для Bundesbank та стабільності євро.

Оскільки німецький суд фактично не має юрисдикції над ЄЦБ, рішення було де-факто винесено проти німецького уряду, котрий, як було встановлено, не виконав свого обов’язку захищати позивачів від “надмірної” політики ЄЦБ. Закликаючи ЄЦБ обґрунтувати свою політику, німецький суд поставив під сумнів доцільність незалежності ЦБ. Твердження про те, що ЄЦБ переступив межу між монетарною та економічною політикою, стає загальновизнаною тезою. Справді, впливати на реальну економічну діяльність шляхом зниження вартості запозичень – основа монетарної політики.

Суд фактично визнав епохальну зміну в політиці ЦБ. Відбувається не просто перехід від монетарної до економічної політики, а від ЦБ, завданням якого є стримування інфляції, до того банку, чия робота полягає у запобіганні дефляції. Замість ЦБ з вузькою політичною метою виникає банк, що вживає заходи для підтримки всієї фінансової системи.

¹ Headnotes to the Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 / The Federal Constitutional Court. URL: [https://www.bundesverfassungsgericht.de/ SharedDocs/](https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/).

А. Туз зазначає, що на відміну від національних міністерств фінансів, які діють “згори” шляхом оподаткування та державних витрат, центральні банки працюють “вниз” на ринку (Tooze, 2020). Шок від COVID-19, без сумніву, дав зрозуміти, що як політичні, так і економічні обставини, за яких виникла оригінальна модель незалежності центрального банку, змінилися не лише в Німеччині чи Європі, а й у світі загалом. Це робить класичну парадигму незалежності у боротьбі з інфляцією застарілою і ставить під сумнів моделі вузького делегування завдань ЦБ. Перед загрозою дефляції та в умовах інертності фіскальної політики ЄЦБ, як і всі ЦБ, насправді проводить політику, яка виходить далеко за межі стабільності цін. У зв’язку з цим А. Туз вважає, що більш конструктивною реакцією на кризу було б розширення повноважень ЦБ, спрямованих передусім на збалансування цінової стабільності й вирішення інших проблема, другою ж ціллю банку, безперечно, повинна бути зайнятість, а не інтереси вкладників.

Американський експерт М. Собел звертає увагу на помилкове тлумачення незалежності центральних банків (Sobel, 2020). Гроші, створені ЦБ, відображаються лише на їхньому балансі, а не в боргу держави. Центральним банкам не потрібно підвищувати податки або знаходити покупців своїх боргів. Це дає їм величезну перевагу. Вони не є абсолютно незалежними. По-перше, ЦБ звітують перед парламентом. По-друге, вони координують свою політику з міністерствами фінансів. Питання полягає не в тому, чи повинні центральні банки мати необмежену свободу, чи бути підпорядкованими урядам, а в тому, чи є кращим для суспільства, коли ЦБ самостійно обирає інструменти монетарної політики. М. Собел підтримує незалежність ФРС США у використанні інструментів, але визнає, що її здатність визначати монетарну політику може зіткнутися з небезпечними проблемами через пандемію.

Багато експертів, справедливо схвалюючи швидку реакцію ФРС на коронавірус, зазначають, що нові програми фінансування ФРС потенційно можуть створювати для ЦБ конфлікт із його цілями, а надзвичайні заходи для розв’язання проблем можуть стати в подальшому нормою. Таке кредитування перебуває далеко поза традиційними рамками ЦБ – стирає відмінності між фіскальною та монетарною політикою, і може поставити ФРС перед вибором між підтримкою неплатоспроможних підприємств – або лише життєздатних, або системно важливих.

Домінування фіскальних заходів над монетарною політикою може виникнути через те, що майбутні державні борги та дефіцити США були настільки великими, що змусили монетарну політику ФРС враховувати проблеми платоспроможності, а не зосереджуватися виключно на подвійному мандаті. Відповідно, фінансові репресії здатні спричинити утримання процентних ставок набагато нижче номінальних темпів зростання, щоб допомогти зменшити показники боргу/ВВП та дефіциту.

Як справедливо зазначає М. Собел (Sobel, 2020), фіскальне домінування, фінансові репресії та безвідповідальність політиків можуть загрожувати репутації ФРС. Щоб подолати цей ризик, США повинні підтримати ФРС у плані підзвітності та поставити на служіння процвітанню економіки країни. Держава повинна чітко ви-

значити межі, в яких функціонує фінансова та монетарна політика, а також ролі казначейства й центрального банку.

С. Калверхаус, експерт компанії Tellimer Research, констатує, що загрози незалежності ЦБ накопичуються роками, але в умовах пандемії актуалізуються (Culverhouse, 2020). Він стверджує, що ринки, які розвиваються зазвичай менше здатні протистояти політичному тиску на ЦБ, ніж розвинуті ринки. Для країн, що зазнають загрозу значних наслідків від пандемії, це може негативно вплинути на приплив капіталу та здійснити тиск на національну валюту.

Австрійський експерт М. Кюпфер пояснює посилення політичного втручання в монетарну політику кількома факторами: розширення набору інструментів, підвищена популярність та дедалі суперечливіша політика уряду (Kürper, 2020). Він перевіряє гіпотезу про посилену політизацію центральних банків якісно – шляхом аналізу останніх випадків політичного втручання, та кількісно – шляхом оновлення індексу автономії центрального банку GMT (Grilli-Masciandaro-Tabellini index of central bank). Регресійний аналіз незалежності за економічними показниками демонструє макроекономічний вплив монетарної незалежності. М. Кюпфер виявив, що в обох випадках, де-факто та де-юре, сталася втрата незалежності ЦБ, тоді як його автономія як органу монетарної політики все ще переважає, щоб мати суттєвий вплив на інфляцію, її волатильність та, меншою мірою, на показник ВВП на одну особу.

Генеральний директор БМР А. Карстенс зазначив, що знадобилися безпрецедентні масштабні політичні дії з боку ЦБ та інших органів влади, аби запобігти фінансовому колапсу, який міг би ускладнити падіння реальної активності (Carstens, 2020). Він наголосив, що дії ЦБ знову підкреслили їхню роль у врегулюванні криз. Центральні банки можуть мобілізувати фінансові ресурси швидше, ніж будь-який інший орган влади. У цьому раунді термінової мобілізації політики дії ЦБ зосереджувались на масштабних закупівлях державного боргу, а також на кредитній підтримці підприємств та домогосподарств. Останнє охоплювало фінансування схем кредитування, придбання корпоративного боргу та забезпечення підтримки МСП. Ці надзвичайні заходи монетарної політики призначалися виключно для захисту економічної та фінансової стабільності й не були фінансуванням дефіциту бюджету. Відповідно до цього заходи ЦБ сприяли пом'якшенню фінансових умов та заспокоєнню фінансових потрясінь.

А. Карстенс виокремлював життєвий цикл кризи, викликані пандемією, як такий, що складається з трьох фаз: ліквідності, платоспроможності та відновлення. Багато країн перебували на першій фазі, коли заходи монетарної політики є найефективнішими. На пізніших етапах варто робити акцент на фінансовій та структурній політиці. Баланс ЦБ значно зростає паралельно з масованим збільшенням державного боргу. Зміцнюється зв'язок між фінансовою та монетарною політикою. Тому необхідно захистити незалежність та довіру до ЦБ у майбутньому. А. Карстенс пропонує: по-перше, забезпечити фінансову стійкість, інакше може виникнути думка, що державний борг може бути надмірним, а магістральний шлях до

фіскальної стійкості полягає в посиленні потенціалу зростання; по-друге, політика ЦБ повинна залишатися чітко зосередженою на підтримці макроекономічної стабільності.

Дії мають відповідати мандатам, зокрема цінovій та фінансовій стабільності. Слід чітко сформулювати намір політичних дій та уникати відкритого фінансування дефіциту державного бюджету, зберегти належне інституційне управління. Центральні банки не можуть втручатися в ринки державного боргу у великих масштабах протягом будь-якого періоду часу. Зрештою, природні межі між фіскальною та монетарною політикою доцільно повністю відновити, щоб зберегти довіру до ЦБ. А. Карстенс попереджає, що агресивні заходи, які переходять традиційні межі між фіскальною та грошово-кредитною політикою, здійсненні лише для ЦБ у розвинутих економіках з високим рівнем довіри, що впливає з багаторічного досвіду політики, орієнтованої на стабільність (Carstens, 2020).

4.5. Ідентифікація загроз монетарному суверенітету національної економіки

Ідентифікація загроз монетарному суверенітету вимагає попереднього аналізу процесу становлення такого суверенітету держави, динаміки його розвитку та сучасного стану як загалом, так і за окремими складовими (якісними характеристиками), котрі, власне, можуть стикатися з небезпекою їх зникнення або зниження до критичного рівня (табл. 4.3).

Таблиця 4.3

Ризики для монетарного суверенітету України

Якісні характеристики МС. Фактори впливу та джерела загрози/ Фактичні події	Ступінь небезпеки. Первісна/Поточна			Середньострокова тенденція
	Ризик	Імовірність загрози	Рівень руйнівної сили загрози	
1	2 = 3 x 4	3	4	5
1. Юридичне оформлення монетарного суверенітету				
1.1. Позбавлення держави МС	0	0	100	→
1.2. Відмова держави від МС	100	1	100	→
2. Дискреційне право емісії				
2.1. Запровадження системи валютного бюро	375	5	75	→
3. Статус єдиного законного засобу платежу				
3.1. Дозвіл на обіг іноземної валюти	250	5	50	↓
4. Рівень конвертованості				
4.1. Порушення зобов'язань щодо поточної конвертованості гривні	250	10	25	→

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 4.3

Якісні характеристики МС. Фактори впливу та джерела загрози/ Фактичні події	Ступінь небезпеки. Первісна/Поточна			Середньострокова тенденція
	Ризик	Імовірність загрози	Рівень руйнівної сили загрози	
4.2. Затримка переходу до капітальної конвертованості гривні	100	20	5	↑
5. Валютно-курсовий режим				
5.1. Висока волатильність та не прогнозовані зміни валютного курсу	1600	80	20	↑
6. Наявність золото-валютного резерву				
6.1. Недостатність зовнішнього резерву	20	1	20	→
6.2. Недостатність "чистого" зовнішнього резерву	75	5	15	↑
7. Участь у валютній інтеграції				
7.1. Відмова від монетарного суверенітету на користь "негативної" валютної інтеграції	55	1	55	↓
8. Статус та вид монетарного таргетування				
8.1. Втрата державою впливу на визначення цілей монетарної політики	1600	80	20	↑
9. Державна монополія щодо організації внутрішнього грошового обігу				
9.1. "Доларизація" грошового обігу	300	10	30	→
9.2. Поява "додаткових валют"	100	10	10	↑
9.3. Обіг криптовалют	1000	40	25	→
10. Статус міжнародної валюти				
10.1. Відсутність міжнародного визнання національної валюти	00	80	5	↑

Складено автором.

На підставі даних, наведених у табл. 4.3, можна констатувати, що високий ступінь ризику виникає у зв'язку з можливими негативними наслідками трьох загроз монетарному суверенітету України, дві з яких зумовлені недоліками грошово-кредитної політики (втрата державою впливу на визначення цілей монетарної політики, що великою мірою призводить до високої волатильності та не прогнозованих змін валютного курсу, котрі з певними застереженнями можна вважати проявом єдиної комплексної загрози), а третя – екзогенними факторами (появою й поширенням криптовалют), але посилена неадекватною державною політикою в цій галузі, хоча, у принципі, реакція НБУ є правильною, а от практичні дії щодо захисту монетарного суверенітету недостатньо ефективні.

У 2020 р. міжнародні резерви НБУ сягали понад 25 млрд дол. США, при тому, що чисті (власні, а не запозичені) резерви перевищували 60 % загального обсягу, або близько 15 млрд дол. США (рис. 4.13).

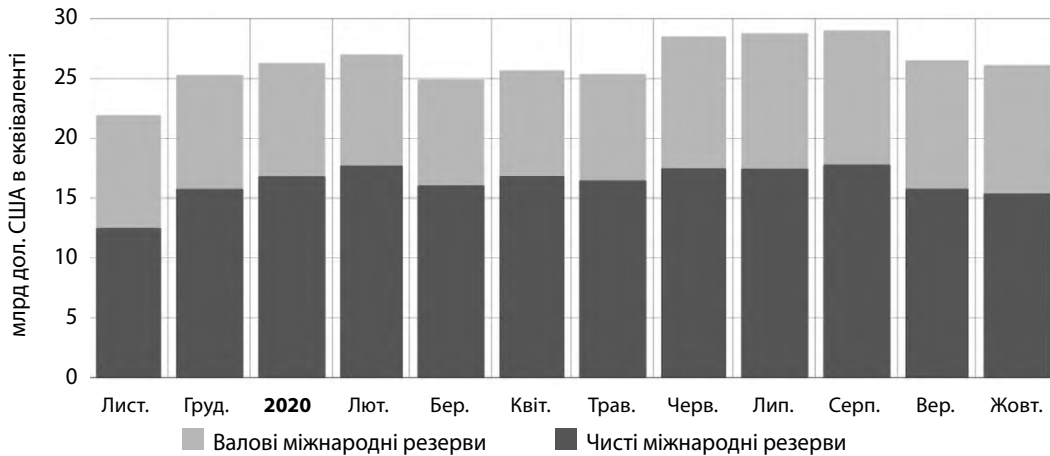


Рис. 4.13. Динаміка міжнародних резервів

Джерело: Міжнародні резерви / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo>.

Якщо взяти до уваги, що наступні виплати за зовнішнім боргом мусили становити майже 4 млрд дол. США (в IV кв. 2020 р. – 0,04 млрд, у 2021 р. – 3,4 млрд дол.) і приблизно такого ж розміру передбачався, за експертними оцінками, дефіцит поточного балансу у 2021 р. (від 2 до 2,5 % ВВП), та порівняти це з якісними вимогами до резервів із точки зору забезпечення монетарного суверенітету, виходить, що НБУ мав оптимальний обсяг чистих міжнародних резервів. “Золота” їх частина (1,5 млрд дол. США, або 5,9 % усіх резервів) також відповідала вимогам монетарного суверенітету.

Водночас варто розуміти, що в середньостроковій перспективі, особливо враховуючи негативний вплив пандемії COVID-19, ситуація з платіжним балансом може не просто погіршуватися (що прогнозується експертами), а погіршитися кардинально, тому утримання надлишкових міжнародних резервів видається цілком логічним. Однак бажаним є подальше збільшення частки чистих резервів із тим, щоб уникнути зайвої залежності від умов кредиторів, насамперед МВФ. Більше того, можливе порушення питання про створення в Україні Фонду національного багатства, подібного до тих, що досить ефективно функціонують у інших країнах світу, особливо із сировинними економіками, котра притаманна Україні.

Проблема монетарного суверенітету містить ще один аспект, ігнорування якого аж ніяк не рятує від його наявності та впливу. Ідеться, за словами професора А. Гальчинського, про “процес позабанкової самолегітимізації грошових форм, утвердження їх чинності через ексклюзивні емісійні механізми, про гроші, що у своєму обігу не гарантуються авторитетом держави” (Гальчинський, 2012, с. 7).

І справді, ідея вільної емісії грошових знаків (free banking) живе, й у різних країнах виникають свої місцеві або комунальні валюти. Спроби введення власних валют чи розрахункових одиниць здійснювалися, у т. ч., в Україні.

Посилення інтересу до цієї проблеми не в останню чергу зумовлене намірами проведення через Верховну Раду різних законопроектів, спрямованих не тільки на впорядкування операцій із криптовалютами, а й навіть на стимулювання розвитку таких операцій¹, незважаючи на, м'яко кажучи, неоднозначне ставлення до них із боку експертів. Зокрема, у спільній заяві НБУ, НКЦПФР і Нацкомфінпослуг чітко вказувалося, що “складна правова природа криптовалют не дозволяє визнати їх ані грошовими коштами, ані валютою і платіжним засобом іншої країни, ані валютною цінністю, ані електронними грошима, ані цінними паперами, ані грошовим сурогатом”. У зв'язку з цим вони попереджають, що “будь-яка діяльність, пов'язана з операціями купівлі, продажу, обміну та конвертації у криптовалюту, несе велику кількість ризиків, які фізичні та юридичні особи повинні усвідомлювати, перш ніж здійснювати операції з криптовалютами”².

Звичайно, фінансові регулятори не можуть обмежитися лише простим попередженням та продовжують опрацювання питання правового статусу криптовалют і законодавчого врегулювання операцій із ними, враховуючи позицію регуляторів інших країн, останні тенденції в розвитку таких технологій.

Поширення практики нерегульованого використання біткоїна та інших криптовалют створює додаткові загрози як для внутрішньої економіки, так і зовнішньоекономічного характеру. Невизнання криптовалют законним засобом платежу (що відповідає й логічним висновкам, і міжнародній практиці) істотно зменшує небезпеку дезорганізації платіжного механізму та ризики зростання кількості операцій, пов'язаних із ухиленням від оподаткування, відмиванням “брудних” грошей, втечею капіталів і фінансуванням тероризму та іншою незаконною діяльністю. Утім, усі ці ризики залишаються за умови нерегульованості операцій із криптовалютами на національному рівні.

Окремо слід зауважити, що в період пандемії COVID-19 зростали обсяги використання криптовалют і підвищувалася їхня ринкова оцінка (приміром, вартість біткоїна протягом 2020 р. збільшилася із 7 до 17 тис. дол. США), що створювало ризик поширення аналогічних операцій в Україні. У зв'язку з анонімністю останніх вони не піддаються точному виміру та можуть лише приблизно оцінюватись експертами, проте Міністерство цифрової трансформації України вважає нашу країну одним із лідерів у використанні криптовалют і звертає увагу на те, що це створює загрозу для держави³, зокрема для державної грошової монополії.

¹ Проект Закону про стимулювання ринку криптовалют та їх похідних в Україні № 7183-1 від 10.10.2017 / Верховна Рада України. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62710.

² Спільна заява фінансових регуляторів щодо статусу криптовалют в Україні / Національний банк України. 2017. 30 листоп. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=59735329.

³ Украина № 1 в мире по использованию криптовалюты – Минцифры / Минфин. 2020. 1 сент. URL: <https://minfin.com.ua/2020/09/01/51587952/>.

4.6. Комплекс теоретичних, інституційних, методологічних та практичних засад запровадження Плану BEPS в Україні як елемент фіскальної безпеки національної економіки

Повноцінна імплементація стандарту CRS для нашої країни є стратегічним кроком, і його відтермінування значно обмежує можливості для фіскального контролю. В умовах скорочення бази оподаткування внаслідок бойових дій та тимчасової окупації нашої території, можливості для збільшення податкових надходжень за рахунок активів резидентів України, виведених у низькоподаткові юрисдикції, набуває ключового значення для фінансової безпеки держави. Не менш важливим є те, що на вимогу міжнародних організацій, зокрема МВФ, Україна повинна істотно підвищити прозорість власної податкової системи, у т. ч. за рахунок запровадження додаткових вимог для суб'єктів МСП, що перебувають на спрощеній системі оподаткування. Політично важливо, аби відповідні заходи відбувалися одночасно зі збільшенням ефективності оподаткування великих суб'єктів господарювання, котрі використовують у своїй господарській діяльності офшорні компанії як засіб мінімізації оподаткування, – це на практиці дасть змогу продемонструвати втілення принципу справедливості оподаткування, та значно знизити опір непопулярним, але необхідним реформам податкової системи.

Відповідно до Указу Президента України від 28.04.2016 № 180/2016¹ Україна мала невідкладно долучитися до міжнародних ініціатив ОЕСР стосовно автоматичного обміну податковою інформацією. Тому у квітні 2016 р. голова Державної фіскальної служби України заявив, що Україна готова приєднатися до угоди між країнами щодо автоматичного обміну податковою інформацією. Згідно із заявою, планувалося вже з початку 2017 р. отримувати дані з інших країн про іноземні й офшорні компанії українських резидентів, відкриті ними рахунки, а також виявляти порушення податкового законодавства.

Очевидно, що від задекларованих намірів до практичної реалізації має бути реалізовано ряд заходів, що дадуть змогу наблизити внутрішні стандарти та протоколи до передбачених у рамках автоматичного обміну податковою інформацією. З метою підготовки імплементації автоматичного обміну податковою інформацією необхідно ввести в дію її міжнародну структуру, яка дозволяє автоматичний обмін між юрисдикціями, що запровадили стандарт CRS. Наразі триває робота з підготовки до приєднання до автоматичної системи обміну податковою інформацією.

З цієї точки зору цікавими є висновки першого етапу огляду законодавства України щодо готовності до автоматичного обміну податковою інформацією. В огляді ОЕСР стосовно готовності українського законодавства до обміну інформацією в податкових цілях станом на 2016 р., зокрема відповідності CRS, визначається за трьома категоріями інформації²:

¹ Про заходи щодо протидії зменшенню податкової бази й переміщенню прибутків за кордон : Указ Президента України від 28.04.2016 № 180/2016.

² Peer Review Report, Phase 1. Legal and Regulatory Framework. Ukraine. URL: <http://eoi-tax.org/jurisdictions/UA#latest>.

- (А) наявність інформації (А.1. – ідентифікаційна інформація щодо власності; А.2. – наявність бухгалтерських записів; А.3. – банківська інформація);
- (В) доступ до інформації (В.1. – можливості компетентного органу отримувати і надавати інформацію; В.2. – порядок надання інформації, права та заходи безпеки);
- (С) обмін інформацією (С.1. – механізми обміну інформацією; С.2. – механізми обміну інформацією зі всіма наявними партнерами; С.3. – забезпечення конфіденційності; С.4. – дотримання прав платників та заходи безпеки платників і третіх осіб; С.5. – своєчасність надання інформації для обміну).

За результатами аналізу Звіту щодо готовності країни до автоматичного обміну інформацією в податкових цілях за 2016 р. можна зробити такі основні висновки.

1. Україна має забезпечити можливість для ідентифікації інформації від відповідних структур та її доступність для компетентних органів, незалежно від права власності на такі інформаційні бази. (розділ А.1). Для нашої країни залишається невирішеним питання відсутності доступу відповідного компетентного органу (фіскальне відомство / Міністерство фінансів) до інформації відомчих баз даних та банківських даних підзвітних осіб. Відомості про право власності на іноземні компанії, які мають значний зв'язок з Україною (зокрема, мають тут головний офіс або штаб-квартири), а також про зарубіжних партнерів, які провадять підприємницьку діяльність в Україні і/або отримують тут оподатковуваний дохід, не є завжди доступними для компетентних органів. Акціонерні товариства могли випускати акції на пред'явника до лютого 2006 р. Українське законодавство передбачає певні механізми, які вимагають ідентифікації власників акцій на пред'явника, що досі є в обігу. Тим не менш, зазначені механізми не забезпечують ефективної імобілізації або перетворення цих акцій з тим, щоб ідентифікувати всіх їхніх власників. Водночас кількість акцій на пред'явника є обмеженою і не може розширюватися, що є позитивним моментом. Українське законодавство не вимагає, щоб інформація про всіх бенефіціарів іноземних трастів, які мають вкладниками українських резидентів, або адмініструються в Україні, була доступною.

Таким чином необхідно забезпечити повну та безумовну доступність інформації про структуру та право власності на іноземні компанії, що мають значні зв'язки з Україною, та щодо зарубіжних партнерів, які ведуть бізнес в Україні і/або отримують тут оподатковуваний дохід. Також необхідно запровадити чіткі правила для ефективної ідентифікації всіх власників акцій на пред'явника, що залишилися неідентифікованими, і забезпечити підтримку інформації щодо всіх бенефіціарів та трастів, котрі мають вкладниками українських резидентів або адмініструються в Україні.

У країні варто створити умови для надійного достовірного оформлення та зберігання бухгалтерських записів, щодо всіх пов'язаних структур (п. А.2). Певні елементи правового супроводження щодо оформлення й зберігання бухгалтерських даних потребують удосконалення, наприклад щодо термінів зберігання даних. Так, вітчизняне законодавство нечітко гарантує, що відповідні записи бухгалтерського

обліку і установчі документи іноземних трастів, які мають поручителями резидентів України або адмініструються в Україні, фіксуються і зберігаються належним чином. Необхідно забезпечити, щоб така документація зберігалася у всіх випадках. Українське законодавство не гарантує, що установчі документи мають зберігатися не менше п'яти років після закінчення трирічного терміну зберігання податкової документації, і не конкретизовано, які саме і як довго бухгалтерські записи повинні зберігатися після ліквідації установи чи закінчення угоди. Доцільно запровадити чіткі правила, котрі гарантують, що всі бухгалтерські записи мають зберігатися не менше п'яти років після закінчення періоду, до якого вони належать, або конкретизувати, які саме записи мають зберігатися п'ять років.

2. Банківська інформація повинна бути доступна стосовно всіх власників рахунків, що вже частково забезпечено в українському законодавстві. Компетентні органи повинні мати право отримувати і надавати інформацію, яка є предметом запиту в рамках угоди про обмін інформацією від будь-якої організації, в межах їх територіальної юрисдикції і компетенції щодо розпорядження або контролю інформації (незалежно від правових зобов'язань такої організації щодо забезпечення конфіденційності інформації) (B.1). Так, із метою отримання банківської інформації, якої податкові органи все ще не мають у своєму розпорядженні або не можуть отримати через письмовий запит, фіскальні органи повинні звертатися до суду. Однак судова процедура створює проблеми в частині ідентифікації особи, стосовно якої запитується банківська інформація, оскільки ім'я є єдиним ідентифікатором, відповідно до якого буде відкрито дані. Таким чином, необхідно уточнити норми законодавства для чіткішого забезпечення доступу до банківської інформації згідно зі стандартом.

Також слід зазначити, що права і гарантії (наприклад, повідомлення, права оскарження тощо), які застосовуються до осіб, в юрисдикції запиту мають бути сумісні з ефективним обміном інформацією (B.2) При запиті банківської інформації в судовому порядку українське законодавство вимагає, щоб суд визначив персону, у зв'язку з якою запитується інформація щодо банківського рахунку. Проте не зрозуміло, чи дозволено винятки, які містяться в законі, застосовувати до запитів щодо банківської інформації. Варто уточнити відповідні винятки за необхідності визначати особу, щодо якої запитується банківська інформація.

3. Механізм обміну інформацією повинен забезпечувати ефективний обмін (C.1). На сьогодні процедура з метою отримання банківської інформації, що виходить за рамки номера банківського рахунку та визначення його власника, має певні складнощі й обмеження, які унеможливають ефективний обмін банківською інформацією. Потрібно уточнити норми законодавства щодо обсягу надаваної банківської інформації відповідно до вимог стандарту.

Мережа механізмів обміну інформацією повинна охоплювати всіх партнерів (C.2). З метою удосконалення процесу в Україні слід продовжувати розвивати мережу обміну інформацією з усіма доступними партнерами та застосовувати відповідні технічні протоколи. Механізми обміну інформацією мають містити належні умови для забез-

печення конфіденційності отриманої інформації. (С.3) Крім того, вони повинні забезпечувати дотримання прав і гарантії платників податків і третіх осіб. (С.4).

Юрисдикція має надавати інформацію в рамках своїх угод своєчасно.

У межах визначення готовності України до підписання Конвенції МСАА та приєднання до автоматичного обміну інформацією в податкових цілях за стандартом CRS у листопаді 2020 р. відбувалося оцінювання експертами ОЕСР прогресу в нашій країні щодо усунення зауважень, наданих у 2016 р.¹, та забезпечення складової забезпечення прозорості податкового адміністрування та достовірності фінансової інформації на уніфікованій основі.

З метою оцінювання експерти ОЕСР аналізують законодавство нашої країни, спрямоване на запобігання агресивному податковому плануванню в рамках реалізації Плану BEPS, а також особливості підзаконних нормативних актів, що регулюють особливості звітності та порядку адміністрування. На основі аналізу інституційного середовища, з метою уточнення окремих позицій, експерти направили низку питань, відповіді на які мали розкриватися більш детально: особливості адміністрування, звітування та методологічних підходів до визначення окремих позицій. Для оцінювання до Міністерства фінансів було надіслано опитувальник, відповіді на запитання якого давали можливість оцінити прогрес за кожною з визначених вище трьох категорій показників. Так, найбільше число запитань, що містилися у формі опитування, стосувалося визначення бенефіціарного власника, звітування щодо структури компаній, умов та строків зберігання бухгалтерської та банківської документації тощо та спрямовувалося на оцінку прозорості бізнес-структур в Україні. За результатами аналізу відповідей, направлених експертам Міністерством фінансів України, було також сформульовано ряд додаткових питань, які потребували пояснень та уточнень.

Так, уточнення та пояснення потребували питання, що стосуються²:

- ідентифікації номінальних власників цінних паперів (призначений акціонер або директор) та її зберігання, а також прогресу в цьому питанні відносно оцінювання 2016 р.;
- особливостей або порядку оскарження особою, яка є об'єктом запитуваної інформації, рішень/дій податкових органів щодо передачі інформації про неї;
- специфічних норм законодавства України щодо правил, типу документів, які необхідно зберігати, термінів зберігання бухгалтерської й фінансової інформації та органів зберігання такої інформації в разі припинення юридичної особи;
- особливостей норм щодо визначення кінцевого бенефіціарного власника (КБВ) у приватних підприємствах, кооперативах, трастах (у разі, коли вони є засновниками українських компаній), товариствах;

¹ Ibid.

² Матеріали засідання робочої групи в рамках Міжнародної місії щодо оцінювання готовності України до запровадження автоматичного обміну фінансовою інформацією в податкових цілях (EOIR). 26–27 листопада 2020 р.

- специфіки функціонування і повноважень НКЦПФР у цілях визначення можливості відстежувати інформацію щодо компаній із ознаками фіктивності, примусово ліквідованих, та дотримання компаніями закону при конвертації акцій на пред'явника, що містить ризики розмивання податкової бази;
- особливостей застосування норм, стосовно яких суб'єкти звітності мають збирати/оновлювати інформацію щодо КБВ, згідно із Законом України “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення”;
- документів, які передаються до державної архівної установи у разі припинення юридичної особи та строків її зберігання.

Варто зазначити, що з метою реалізації заходів, спрямованих на запровадження автоматичного обміну податковою інформацією та реалізації дій плану BEPS, не лише в частині Мінімального стандарту, в Україні був прийнятий та набув чинності Закон України “Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо удосконалення адміністрування податків, усунення технічних і логічних неузгодженостей у податковому законодавстві” (далі – Закон № 466-IX)¹. Крім того суттєві зміни було внесено Законом України “Про валюту і валютні операції”² із метою підвищення прозорості фінансових операцій та одночасного забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах переходу до вільного руху капіталу.

Законом № 466-IX імplementовано трирівневу модель звітності з трансфертного ціноутворення, передбачену Планом дій BEPS (крок 13), котра є обов'язковою для всіх країн – учасниць Програми розширеного співробітництва в рамках ОЕСР, до якої приєдналася і Україна.

Таким чином, ПКУ передбачено, що платники зобов'язані подавати звіт про контрольовані операції (форму затверджена наказом Міністерства фінансів від 18.01.2016 № 8) до 1 жовтня року, що настає за звітним, у разі, коли відповідають вартісним критеріям та у звітному році здійснювали контрольовані операції. Крім того, такі компанії подають повідомлення про участь у міжнародній групі компаній (форма звітності не розроблена), що передбачає наявність інформації, визначеної у пп. 39.4.2.2 пп. 39.4.2 п. 39.4 ст. 39 ПКУ.

При цьому відповідно до п. 53 підрозділу 10 розділу XX ПКУ норми п. 39.4 ст. 39, а саме подання платниками податків звіту в розрізі країн міжнародної групи компаній, мало бути вперше здійснено щодо фінансового року, який закінчується у 2021 р., але не раніше ніж у рік, в якому компетентними органами укладено багатосторонню угоду про автоматичний обмін міждержавними звітами (Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of Country-by-Country Reports).

Крім того, ПКУ передбачено, що платники зобов'язані готувати та подавати

¹ Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо вдосконалення адміністрування податків, усунення технічних та логічних неузгодженостей у податковому законодавстві : Закон України від 16.01.2020 № 466-IX.

² Про валюту та валютні операції : Закон України від 21.06.2018 № 2473-VIII.

до податкових органів за кожний звітний рік Документацію з трансфертного ціноутворення. Інформацію, що має міститися у Звіті, визначено п. 39.4.6 ст. 39 ПКУ (форма не встановлена).

Таким чином, на національному рівні, в Україні, Local File передбачає сукупність таких трьох звітів:

- звіт про контрольовані операції;
- повідомлення про участь у міжнародній групі компаній;
- документація з трансфертного ціноутворення.

Глобальна документація з трансфертного ціноутворення (Master File) – сукупність документів, що складаються в довільній формі й мають містити інформацію, визначену пп. 39.4.7 п. 39.4 ст. 39 ПКУ. Встановлено не лише інформацію, яку повинен містити Master File, а й право запиту такої інформації центральним органом виконавчої влади, який реалізує державну податкову політику. Як зазначалося, Master File подають платники податків, що входять до складу міжнародної групи компаній, у випадку, коли її сукупний консолідований дохід за фінансовий рік, котрий передує звітному року, розрахований згідно зі стандартами бухгалтерського обліку, які застосовує материнська компанія міжнародної групи компаній, дорівнює або перевищує еквівалент 50 млн євро.

Слід зазначити, що для Master File також встановлено достатньо значний підготовчий період для початку подання до контролюючих органів. Так, запити контролюючих органів до платників можуть направлятися відповідно до того ж п. 53 підрозділу 10 розділу XX ПКУ, що означає: перші запити про подання глобальної документації з ТЦУ слід очікувати не раніше 2023 р. – щодо 2021 фінансового року.

Звіт у розрізі країн міжнародної групи компаній (Country-by-Country Report) (далі – звіт у розрізі країн) подається платниками податків у разі відповідності обставинам, визначеним у пп. 39.4.10 п. 39.4 ст. 39 ПКУ, та якщо сукупний консолідований дохід міжнародної групи компаній, до котрої входить платник податків, за фінансовий рік, що передує звітному року, перевищує еквівалент 750 млн євро. Такий звіт передбачає наявність інформації в розрізі кожної юрисдикції, де зареєстрований учасник міжнародної групи компаній або де група безпосередньо провадить діяльність відповідно до вимог пп. 39.4.11 п. 39.4 ст. 39 ПКУ.

Слід зазначити, що форма звіту в розрізі країн та порядок його заповнення визначаються центральним органом виконавчої влади, який здійснює формування та реалізацію державної податкової політики. Як і для інших форм звітності, перше подання звіту в розрізі країн мало відбутися за умови приєднання України до міжнародної системи автоматичного обміну податковою інформацією лише у 2023 р. Отже, у цілях запобігання розмиванню податкової бази виведення прибутку з-під оподаткування в рамках міжнародних зусиль реалізації Плану BEPS, основними завданнями на найближчий час є формування на національному рівні інституційних умов для запровадження контрольних заходів та автоматичного обміну інформацією в податкових цілях.

Частина 2

ФІСКАЛЬНІ ТА МОНЕТАРНІ НАСЛІДКИ ПАНДЕМІЇ COVID-19 ДЛЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ ТА ЇЇ БЕЗПЕКИ

■ Розділ 5

АНАЛІЗ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЗИЦІЇ УКРАЇНИ В ДОКРИЗОВИЙ ПЕРІОД ТА ПІД ЧАС РОЗГОРТАННЯ ПАНДЕМІЇ COVID-19

5.1. Стан державного боргу України в допандемічний період, під час поширення пандемії COVID-19 та воєнного стану. Показники боргової спроможності (2013–2022 рр.).

Наприкінці 2022 р. державний і гарантований державою борг України сягнув 4,07 трлн грн, або 111,4 млрд дол. США¹. Ця сума еквівалентна 78,5 % ВВП за 2022 р., що поряд із піковим рівнем 2015 р. стало своєрідним рекордом за часи незалежності України. У структурі боргу 91,2 % припадало на прямий державний борг та 8,8 % – на борг, гарантований державою (табл. 5.1). При цьому внутрішній борг становив 35,9 %, а зовнішній – 64,1 % загальної суми державного й гарантованого державою боргу України. Через кардинальне уповільнення економічної діяльності та масштабне залучення зовнішніх і внутрішніх державних позик для підтримки бюджету під час повномасштабної агресії боргова ситуація в Україні істотно погіршилася. За 2022 р. загальна сума державного й гарантованого державою боргу, виражена в гривнях, номінально збільшилася на 1,4 трлн грн, або на 52,4 %. Однак приріст доларової величини боргу був помірнішим: сума боргу, виражена в доларах США, за рік зросла на 13,4 млрд дол. США, або на 13,7 %.

У 2021 р. приріст суми державного та гарантованого державою боргу був мінімальним. Так, гривнева величина боргу за рік збільшилася лише на 120,1 млрд грн, або на 4,7 %, а доларовий еквівалент державного боргу України – на 7,7 млрд дол. США, або на 8,5 %. При цьому відносна величина державного й гарантованого державою боргу зменшилася із 61,2 % ВВП наприкінці 2020 р. до 50,5 % ВВП наприкінці 2021 р. Тобто стабілізація економіки України у 2021 р., після проходження гострої стадії пандемії COVID-19 та згортання програм фінансової підтримки економіки, позитивно вплинула на розмір державного боргу України.

¹ Державний та гарантований державою борг України станом на 31.05.2023 / Мін-во фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

У 2020 р., під час першої та другої хвиль пандемії, стан державних фінансів України помітно погіршився. Надання масштабної фінансової підтримки населенню й бізнесу дало змогу врятувати життя людей і підтримати економічну діяльність. Але її побічним ефектом стало збільшення потреб у позиковому фінансуванні із супутніми факторами вразливості, включаючи нарощування державних боргів. Державний і гарантований державою борг за 2020 р. номінально зріс на 553,6 млрд грн, або на 27,7 %. Доларовий еквівалент державного боргу України за цей самий період збільшився майже на 6 млрд дол. США, або на 7 %. Відносна величина державного й гарантованого державою боргу за 2020 р. помітно зросла: із 49,8 % ВВП наприкінці 2019 р. до 61,2 % ВВП наприкінці 2020 р.

Таблиця 5.1

**Стан державного й гарантованого державою боргу протягом 2013–2021 рр.
(на 31 грудня відповідного року)**

Показники	2013	2014	2018	2019	2020	2021
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд грн	584,8	1 100,8	2 168,6	1 98,3	2 551,9	2 672,1
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол. США	73,16	69,81	78,32	84,36	90,26	97,95
Державний борг, млрд грн	480,2	947,03	1 860,5	1 761,4	2 259,2	2 362,7
Внутрішній борг, млрд грн	257,0	461,0	761,1	829,5	1 000,7	1 062,6
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	254,05	458,23	758,84	827,4	998,73	1060,7
ОВДП (3-місячні)	0,00	0,00	6,64	0,00	33,44	1,12
ОВДП (6-місячні)	0,55	0,17	8,97	0,00	11,18	26,57
ОВДП (9-місячні)	0,00	0,85	24,18	0,00	31,78	0,00
ОВДП (12-місячні)	2,96	7,34	19,16	37,77	55,63	95,91
ОВДП (18-місячні)	2,80	0,77	37,42	31,40	42,23	76,85
ОВДП (2-річні)	20,37	40,91	19,18	47,24	102,29	61,13
ОВДП (3-річні)	34,66	46,59	62,89	79,85	61,00	91,47
ОВДП (4-річні)	0,00	0,00	0,00	7,03	18,92	42,15
ОВДП (5-річні)	75,32	131,38	39,37	46,56	57,98	51,47
ОВДП (6-річні)	9,50	27,10	5,80	39,67	46,88	41,08
ОВДП (7-річні)	47,14	54,62	17,87	23,60	17,25	23,97
ОВДП (8-річні)	14,30	31,30	17,50	17,50	17,50	17,50
ОВДП (9-річні)	14,87	36,87	19,40	18,00	18,00	18,00
ОВДП (10-річні)	15,74	50,25	62,65	72,72	71,77	81,33
ОВДП (11-річні)	3,85	3,85	19,03	19,03	19,03	17,53

Продовження табл. 5.1

Показники	2013	2014	2018	2019	2020	2021
ОВДП (12-річні)	1,50	1,50	36,50	36,50	36,50	36,50
ОВДП (13-річні)	0,00	2,62	28,70	28,70	28,70	28,70
ОВДП (14-річні)	0,00	3,25	46,90	46,90	46,90	46,90
ОВДП (15-річні)	0,00	15,85	93,44	93,44	100,28	117,10
ОВДП (16-річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (17-річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (18-річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	16,04
ОВДП (19-річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (20-річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП строком понад 20 років	0,00	0,00	120,98	120,98	120,98	120,98
2) перед фінансовими установами	2,91	2,78	2,25	2,1	1,98	1,85
Зовнішній борг, млрд грн	223,3	486,03	1 099,4	931,9	1 258,5	1 300,2
Зовнішній борг, млрд дол. США	27,93	30,82	39,71	39,3	44,51	47,66
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	7,74	10,72	13,39	12,3	15,7	16,98
2) за позиками від органів управління іноземних держав	0,91	1,04	1,73	1,60	1,60	1,49
3) за позиками від іноземних фінансових установ, банків	0,00	0,00	0,40	1,41	2,20	1,86
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	17,38	17,28	22,48	22,27	23,35	22,91
ОЗДП 2013 р.	4,25	4,25	3,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2015 р.	0,00	0,00	12,47	11,81	8,64	7,66
ОЗДП 2016 р.	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00
ОЗДП 2017 р.	0,00	0,00	3,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2018 р.	0,00	0,00	2,01	2,35	2,35	2,35
ОЗДП 2019 р.	0,00	0,00	0,00	1,12	1,23	1,13
ОЗДП 2020 р.	0,00	0,00	0,00	0,00	4,14	4,02
ОЗДП 2021 р.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,75
5) борг, не віднесений до інших категорій	1,90	1,78	1,71	1,70	1,77	4,42
Гарантований борг, млрд грн	104,6	153,80	308,13	236,91	292,7	309,3
Внутрішній борг, млрд грн	27,13	27,86	10,32	9,56	32,29	49,04
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	21,14	21,57	6,00	4,20	24,44	16,93

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 5.1

Показники	2013	2014	2018	2019	2020	2021
2) перед банківськими та іншими фінансовими установами	5,99	6,30	4,32	5,36	7,85	32,11
Зовнішній борг, млрд грн	77,44	125,94	297,81	227,35	244,43	260,30
Зовнішній борг, млрд дол. США	9,69	7,99	10,76	9,60	9,21	9,54
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	2,03	2,54	8,56	8,06	7,84	6,82
2) за позиками від органів управління іноземних держав	0,25	0,24	0,05	0,00	0,00	0,00
3) за позиками від іноземних комерційних банків та інших установ	3,88	3,27	2,03	1,43	1,25	1,08
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	3,40	1,81	0,00	0,00	0,12	1,53

Складено за: Державний та гарантований державою борг України станом на 31.05.2023 / Мін-во фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

У 2022–2023 рр. екстраординарні умови функціонування держави та ведення воєнних дій на території країни викликали потужну реакцію державних інститутів, що відповідним чином відобразилося на показниках державних фінансів і державного боргу України. У 2022 р. дефіцит державного бюджету сягнув 17,6 % ВВП, а зведеного бюджету – 16,3 % ВВП (розраховано автором за ¹). Після початку збройної агресії росії проти України в царині залучення державних позик і накопичення державного боргу проявилися такі основні тенденції: активне залучення державних позик для протидії різкому зниженню податкових надходжень та для адекватного фінансування військово-оборонних потреб країни; інтенсифікація грантово-кредитної підтримки України зовнішніми офіційними кредиторами й донорами – державами-союзниками, МВФ, Світовим банком, ЄС, Європейським інвестиційним банком (ЄІБ) – як форма прояву солідарності з нами в період надзвичайних викликів; випуск внутрішніх військових облігацій урядом і залучення емісійних ресурсів центрального банку для підтримання безперервного потоку фінансування до бюджету; закриття зовнішнього ринку капіталів для уряду України та слабка участь вітчизняних банків у купівлі внутрішніх державних облігацій, що помітно скоротило частку комерційних кредиторів у структурі державного боргу України.

У 2022 р., під час війни, загальний обсяг боргу зріс на 1,3 трлн грн, і найвагомішою складовою цього приросту стало накопичення прямого зовнішнього боргу: він збільшився на понад 1 трлн грн, або на 79 %. Водночас обсяг прямого внутрішнього боргу зріс лише на 0,3 трлн грн, або на 30,8 %. Для порівняння: у 2020 р., у період пандемії, основні складові державного боргу України збільшувалися рівно-

¹ Державний вебпортал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

мірніше, а сам приріст боргу не був вражаючим. Так, за зростання загальної суми боргу на 0,5 трлн грн, або на 27,7 %, прямий внутрішній борг за рік збільшився на 20,6 %, а прямий зовнішній борг – на 35 %. У розрізі фінансових інструментів основними компонентами нетто-приросту державного боргу України за 2022 р. стали: 30-річні ОВДП (+265 млрд грн); 15-річні ОВДП (+110 млрд грн); 5-річні ОВДП (+16 млрд грн); заборгованість уряду перед ЄС (+7,4 млрд дол. США), перед Світовим банком (+2,1 млрд дол.) і перед МВФ (+2 млрд дол. США).

Якщо провести декомпозицію приросту відносної величини державного боргу України у 2021, 2022 і 2023 рр. за макроекономічними драйверами, то отримаємо картину, відображену на діаграмі 2 рис. 5.1. Як бачимо, у 2022 р. приріст державного боргу на 27,9 % ВВП пояснювався переважно падінням реального ВВП, що призвело до збільшення відносного розміру боргу на 15,4 % ВВП. Вагому роль відігравали також первинний дефіцит бюджету й девальвація обмінного курсу гривні, які визначали збільшення відносного обсягу боргу на 13,2 і 8,8 % ВВП, відповідно. Водночас від’ємна процентна ставка обслуговування державного боргу дещо пом’якшила негативний вплив зазначених чинників. У 2021 р. відносна величина державного та гарантованого державою боргу України зменшилася на 10,7 % ВВП. Причому основною рушійною силою такого скорочення, як показує діаграма 1 рис. 5.1, стала знову ж таки від’ємна реальна ставка обслуговування державного боргу.

У 2023 р., згідно з нашим прогнозом, державний борг України продовжуватиме зростати, однак його приріст буде помірним порівняно з 2022 р., +9,3 % ВВП (діаграма 3 рис. 5.1). Ключовими компонентами цього приросту стануть первинний дефіцит бюджету (+13 % ВВП) і девальвація номінального курсу гривні (+9,1 %

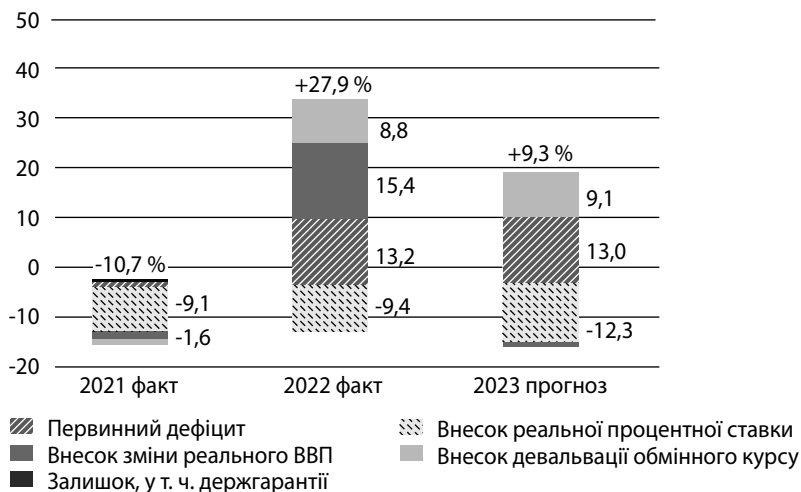


Рис. 5.1. Приріст державного боргу України та його рушійні сили у 2021–2023 рр.

Розраховано та побудовано автором.

ВВП). Кумулятивний ефект цих факторів згладжуватиметься зворотним впливом від'ємної реальної ставки обслуговування боргу.

За 2022 р. державні запозичення до загального фонду державного бюджету сягнули 1 261,1 млрд грн, або 67,3 % запланованих¹. Від розміщення ОВДП на фінансування державного бюджету було залучено 666,9 млрд грн, у т. ч. 400 млрд грн – від Національного банку України (емісійне фінансування) і 103,9 млрд грн – від ОВДП в іноземній валюті (2,1 млрд дол. США та 980,6 млн євро). Обсяг валових державних запозичень до зведеного бюджету становив 1309,4 млрд грн, що більш ніж удвічі перевищує їх обсяг у попередньому році (табл. 5.2). Урядом і місцевими органами влади у 2022 р. отримано 697,2 млрд грн із внутрішніх джерел і 612,2 млрд грн із зовнішніх. Показово, що сума зовнішніх позик у гривневому еквіваленті зросла майже втричі порівняно з 2021 р.

Таблиця 5.2

Дефіцит зведеного бюджету України та його фінансування, млрд грн

Показники	2021	2022
Бюджетний дефіцит та його фінансування	186,9	844,8
Валові запозичення, усього	627,8	1309,4
внутрішні позики, включаючи НБУ	418,7	697,2
зовнішні позики	209,1	612,2
Чисті запозичення (без урахування погашення боргу)	181,0	851,8
чисті внутрішні позики	71,2	288,8
чисті зовнішні позики	109,8	563,0

Джерело: Державний вебпортал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

Від початку повномасштабного вторгнення росії до кінця 2022 р. загальний обсяг фінансування, отриманого від міжнародних партнерів, становив 31,2 млрд дол. США, або 1 045 млрд грн, з яких 45 % – це грантові кошти (табл. 5.3). До складу доходів бюджету було зараховано 480,6 млрд грн міжнародної допомоги (грантів)². Основними донорами, які надали грантову допомогу Україні, стали: США (сума грантів – 12 млрд дол. США), Німеччина (1,2 млрд євро), Велика Британія (0,13 млрд дол.) і ЄС (0,7 млрд євро); а ключовими кредиторами були: ЄС (надано кредитів на суму 7,2 млрд дол. США), МВФ (2,7 млрд дол.), Канада (1,9 млрд дол.), Світовий банк (1,4 млрд дол.), Велика Британія (0,9 млрд дол.), ЄІБ (0,7 млрд дол.) та Японія (0,6 млрд дол. США).

¹ Державний вебпортал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

² Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни / Мін-во фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435.

Таблиця 5.3

**Валове позикове та грантове фінансування бюджету
в період із 24 лютого 2022 р. до 1 червня 2023 р., млрд дол. США**

Складові фінансування	2022 р. (24.02 – 31.12)	2023 р. (01.01 – 01.06)
Внутрішнє позикове фінансування	20,2	6,7
1) Фінансування Національного банку	12,5	0
2) Розміщення військових облігацій	7,7	6,7
Зовнішнє позикове та грантове фінансування	31,2	19,8
1) Позики офіційних багатосторонніх кредиторів	12,8	11,3
– МВФ	2,7	2,7
– Світовий банк	1,4	0,5
– ЄС	8,0	8,1
– ЄІБ	0,7	0
2) Позики та гранти офіційних двосторонніх кредиторів	18,4	8,5
– США	12,0	6,0
– Франція	0,4	0
– Канада	1,9	1,8
– Німеччина	1,6	0,1
– Велика Британія	1,1	0,5
– Італія	0,3	0
– Швеція	0,05	0
– Данія	0,05	0
– Нідерланди	0,3	0
– Японія	0,6	0
Загалом валове позикове та грантове фінансування бюджету	51,3	26,5

Складено за: Держбюджет-2022: до загального фонду надійшло 1,491 трлн гривень / Мін-во фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/derzhbiudzhets-2022-do-zagalnogo-fondu-nadiishlo_1491_trln-griven-3790.

За даними Міністерства фінансів України, на фінансування бюджетного дефіциту 2022 р. із зовнішніх джерел було залучено позикових коштів на суму 564,2 млрд грн¹, у т. ч.: 256,4 млрд грн (7,1 млрд євро) позики ЄС у рамках пакета екстреної макрофінансової допомоги; 88,2 млрд грн (2,0 млрд СПЗ) від МВФ у рамках додаткового фінансування за програмою екстреної підтримки “Rapid

¹ Держбюджет-2022: до загального фонду надійшло 1,491 трлн гривень / Мін-во фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/derzhbiudzhets-2022-do-zagalnogo-fondu-nadiishlo_1491_trln-griven-3790.

Financing Instrument” (RFI); 60,5 млрд грн (1,95 млрд канад. дол., або 392,8 млн дол. США) позики уряду Канади; 35,3 млрд грн (1 млрд євро) позики Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) і Міжнародної асоціації розвитку (МАР) за проектом “Підтримка держвидатків для забезпечення стійкого держуправління в Україні”; 19,4 млрд грн (0,53 млрд євро) III додаткового фінансування позики МБРР за проектом “Підтримка держвидатків для забезпечення стійкого держуправління в Україні”; 17 млрд грн (78 млрд єн) позики Японського агентства розвитку на політику розвитку у сфері надзвичайного економічного відновлення; 14,3 млрд грн (0,4 млрд євро) позики МБРР за проектом “Додаткова позики до Другої позики на політику розвитку в сфері економічного відновлення”; 12,6 млрд грн (382 млн євро) позики ЄІБ за проектом “Основний кредит для аграрної галузі”; 13,56 млрд грн (400 млн євро) позики Французького агентства розвитку; 8,5 млрд грн (257 млн євро) позики ЄІБ за проектом основного кредиту для малого й середнього бізнесу та компаній із середнім рівнем капіталізації (APEX); 15,4 млрд грн (359,7 млн євро) позики уряду Італії; 9,5 млрд грн (299,3 млн євро) позики Кредитної установи для відбудови (Німеччина); 3,5 млрд грн (120 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Удосконалення вищої освіти в Україні заради результатів”; 3,2 млрд грн (111,7 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Екстрене реагування на COVID-19 та вакцинація в Україні”; 2,9 млрд грн (99 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Східна Україна: возз’єднання, відновлення, відродження”; 1,6 млрд грн (54,6 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Модернізація системи соціальної підтримки населення України”; 1,2 млрд грн (40 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Друге додаткове фінансування, спрямоване на подолання наслідків пандемії COVID-19”; 1,0 млрд грн (34,5 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Прискорення інвестицій у сільське господарство України”.

Крім зазначених позик, Урядом України було здійснено випуск ОВДП у розмірі 30 млрд грн із метою збільшення статутного капіталу ПрАТ “Українська фінансова житлова компанія” відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 21.12.2022 № 1415.

Частка емісійних ресурсів НБУ в складі позикових джерел фінансування дефіциту бюджету 2022 р. становила 30,5 %. На тлі монетизації дефіциту відбулося прискорення інфляції з 10,7 % у лютому 2022 р. до 26,6 % наприкінці року. Драйверами прискорення інфляції стали також руйнування виробничої бази й дисбаланси між попитом і пропозицією на внутрішніх ринках, знищення фізичної інфраструктури та подорожчання певних компонентів виробництва й обігу продукції, девальвація гривні та підвищення цін імпортованих товарів.

У 2023 р. Уряд не планує використовувати емісійні джерела фінансування бюджетного дефіциту та розраховує на масштабне зовнішнє фінансування бюджету в обсязі 37–42 млрд дол. США. Мобілізація зовнішніх ресурсів дає можливість покривати критичні потреби країни в драматичний період її існування, але водночас опосередковує стрімке нарощування зовнішньоборгових зобов’язань.

У січні – травні 2023 р. кошти міжнародної допомоги Україні (гранти) залишалися важливим джерелом поповнення доходів бюджету, їх обсяг становив 225 млрд грн. Найбільшим донором грантової підтримки України залишалися Сполучені Штати Америки (219 млрд грн). Також у невеликих обсягах Україна отримала безповоротну допомогу від Німеччини, Іспанії, Фінляндії, Ірландії, Швейцарії, Бельгії, Ісландії (загалом близько 6 млрд грн). Зазначені кошти спрямовувалися до держбюджету через Цільовий фонд Світового банку, проект “PEACE”.

Із зовнішніх джерел упродовж січня – травня 2023 р. отримано 498,6 млрд грн позикових коштів, зокрема: 297,1 млрд грн (7,5 млрд євро) макрофінансової допомоги ЄС (Інструмент надання підтримки Україні на 2023 рік (макрофінансова допомога+, МФД-IX); 99 млрд грн (2 млрд СПЗ) коштів МВФ у рамках 4-річної програми розширеного фінансування “EFF”; 64,2 млрд грн (2,4 млрд канад. дол.) позики уряду Канади; 18,3 млрд грн (500,0 млн дол. США) позики МБРР у межах проекту “Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого держуправління в Україні”; 13,6 млрд грн (341,3 млн євро) позики МАР у рамках проекту “Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого держуправління в Україні”; 1,3 млрд грн (33,4 млн євро) позики МБРР за проектом “Зміцнення системи охорони здоров’я та збереження життя”; 4,8 млрд грн (132 млн дол. США) позики МБРР за проектом “Прискорення інвестицій у сільське господарство України”¹.

Від розміщення ОВДП на фінансування державного бюджету за окреслений період 2023 р. було залучено 240,3 млрд грн, у т. ч. від ОВДП в іноземній валюті 80,3 млрд грн (1 644,1 млн дол. США та 504,9 млн євро)².

Поглиблення ринку ОВДП у 2023 р. пояснюється факторами, що діяли з боку як попиту, так і пропозиції боргових цінних паперів уряду. Значні потреби останнього в залученні позикових коштів для фінансування масштабного бюджетного дефіциту формували відповідну пропозицію боргових цінних паперів. Водночас істотне підвищення дохідності ОВДП із грудня 2022 р. (під тиском монетарних чинників і зовнішніх кредиторів) підштовхувало вгору попит на боргові зобов’язання уряду. Іншими драйверами активізації попиту на ОВДП стали: зміна правил формування резервів банками з наданням привілеїв для деяких випусків ОВДП, деградація банківського кредитування бізнесу (як альтернативи кредитуванню уряду) та спрощення доступу фізичних осіб до ринку ОВДП.

Із січня 2022 р. номінальна дохідність гривневих ОВДП послідовно знижувалася, сягнувши мінімуму в червні 2022 р. – 9,7 % річних. Але підвищення облікової ставки НБУ в червні 2022 р. неминуче підштовхувало вгору ринкові ставки за ОВДП. І в грудні 2022 р. середньозважена ставка первинних розміщень ОВДП становила вже 17,3 % річних, а в березні 2023 р. – 19,5 % річних. У квітні – травні 2023 р. номінальна ставка наближалася до 19,3 % річних. Певне зростання дохід-

¹ У травні до загального фонду державного бюджету надійшло 184 млрд грн / Мін-во фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/u_travni_do_zagalnogo_fondu_derzhavnogo_biudzhetu_nadiishlo_184_mlrld_grn-4038.

² Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs>.

ності ОВДП могло бути виправдане прискоренням інфляції: її річні темпи зросли з 10 % у 2021 р. до 26,6 % у 2022 р. Але більш ніж двократне підвищення дохідності державних облігацій у часи боротьби держави за своє існування не має раціональних пояснень. Окрім того, уже в квітні 2023 р. річні темпи інфляції знизилися до 17,9 %, а через місяць, у травні – до 15,3 %¹. При цьому облікову ставку й надалі утримували на рівні 25 % заради “збереження привабливості гривневих активів”. В умовах гальмування інфляційних процесів при “заморожуванні” облікової ставки НБУ реальна процентна ставка за ОВДП стрімко зростала й у травні 2023 р. сягнула 4 % річних, хоча ще в березні 2023 р. була від’ємною, -1,8 % річних.

Політика “дорогих грошей”, упроваджувана НБУ, та виплати солідних доходів власникам ОВДП покладали значні витрати на бюджет воюючої країни. Так, за січень – травень 2023 р. банкам було виплачено процентів за депозитними сертифікатами на суму 35,1 млрд грн із кошторису Національного банку (аналогічні виплати за 2022 р. сягнули 40,8 млрд грн). Якби цієї статті витрат для НБУ не існувало, його прибуток міг би зрости на такі самі суми й поповнити доходи державного бюджету. Середньозважена дохідність ОВДП при первинних розміщеннях у 2022 р. становила 12,7 % річних, а в 2023 р. – близько 18 % річних. Унаслідок підвищення ставок розміщення нових ОВДП зростають видатки бюджету на сплату процентів за внутрішнім боргом. Річні платежі за цією статтею мають збільшитись зі 121,3 млрд грн у 2022 р. до 226 млрд грн у 2023 р. При цьому відношення процентних виплат за внутрішнім боргом до ВВП орієнтовно зросте з 2,3 % у 2022 р. до 3,7 % у 2023 р.

Середня ставка обслуговування внутрішнього державного боргу у 2022 р. дорівнювала 11,4 % річних і в 2023 р. досягне 16,3 % річних (розраховано автором за даними²). За нашими оцінками, якби в нинішньому році середня ставка обслуговування боргу залишалася на рівні попереднього року, держава могла б заощадити 67,3 млрд грн на виплаті процентів за внутрішнім боргом.

У цілому за фасадом сприятливих тенденцій динаміки державних запозичень і обсягів розміщення ОВДП відбувалися такі негативні процеси:

- 1) істотне зростання номінальних і реальних ставок дохідності ОВДП під впливом високої облікової ставки НБУ, що стрімко збільшувало видатки на обслуговування боргу з бюджету воюючої країни;
- 2) зниження попиту на ОВДП із боку банків (навіть в умовах порівняно високих ставок розміщення ОВДП) унаслідок функціонування конкуруючого ринку депозитних сертифікатів НБУ, що пропонував банкам привабливіший рівень дохідності;
- 3) розбалансування різних сегментів фінансового ринку України в умовах завищення так званої базової ціни грошей центральним банком та часткове підтягування процентної ставки за ОВДП до рівня ставок за пасивними операціями НБУ.

¹ Споживча інфляція / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>.

² Державний вебпортал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

У червні 2022 р. кратне підняття облікової ставки надало поштовх до розбалансування фінансового ринку України: так звана «базова», або мінімальна, ціна грошей в економіці стала в рази перевищувати процентні ставки на ринку державних облігацій і на депозитному ринку України. Зокрема, до червня 2021 р. депозитна ставка була вищою від облікової ставки НБУ, потім вона трохи не досягала рівня облікової. А з червня 2022 р. облікова ставка стала втричі перевищувати ринкову ставку за депозитами. Упродовж січня – травня 2023 р. облікова ставка все ще вдвічі перевищувала ставку за гривневими депозитами фізичних осіб¹.

Таким чином, директивна ставка центрального банку в Україні в рази перевищує ринкову ставку за депозитами вже більше року. Така ситуація є аномальною та свідчить як про надвисокий рівень директивної ставки НБУ, так і про слабкість трансмісійного механізму монетарної політики й сегментацію різних сегментів фінансового ринку. На підтвердження цієї тези вказує й помітний розрив між обліковою ставкою та ставкою ОВДП. Однак дохідність ОВДП зростала відчутніше порівняно зі ставками за банківськими депозитами на тлі значних потреб держави в позикових коштах і відсутності стабільної бази інвесторів в ОВДП. Саме тому розрив між обліковою ставкою та ставкою банківських депозитів із лютого 2023 р. перебував у діапазоні 11,2–12,6 в. п., тоді як розрив між обліковою ставкою й ставкою ОВДП – 5,5–5,9 в. п.

Окреслені проблемні аспекти функціонування ринку державних облігацій відбивали й показники участі різних категорій інвесторів в обсягах вкладень в ОВДП. Так, від початку російської агресії майже втричі скоротилася частка іноземних інвесторів, істотно зросла частка Національного банку (з 29,6 до 48,3 %) та помітно зменшилася частка банків (із 51,5 до 37,4 %). За останніх півтора року банки України зменшили власний портфель інвестицій в ОВДП із 543 млрд до 538 млрд грн². Відповідно, й частка банків серед інвесторів в ОВДП знизилася на 14 в. п.

Якщо говорити про зміни співвідношень між різними категоріями інвесторів в ОВДП виключно у 2023 р., то тут помітне незначне підвищення частки банків і фізичних осіб України як результат змін у політиці обов'язкового резервування пасивів банків і впровадження цифрових сервісів для інвесторів – фізичних осіб.

Низхідна динаміка вкладень банків у ОВДП упродовж 2022 р. та їх скромний приріст за січень – травень 2023 р. пояснювалися створенням НБУ штучних механізмів перерозподілу його емісійних коштів на користь банків. Депозитні сертифікати НБУ вже тривалий час деформують грошово-кредитну систему України й залишаються конкурентом для короткострокових ОВДП уряду. Причому останніх два роки обсяги розміщення депозитних сертифікатів НБУ стрімко зростали: якщо в 2021 р. середньоденні залишки мобілізованих у банків коштів становили близько 150 млрд грн, то зараз вони перевищують 500 млрд грн. Це й не дивно, якщо врахо-

¹ Процентні ставки банків за строковими депозитами фізичних осіб / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs>.

² ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs>.

увати, що депозитні сертифікати овернайт пропонуються банкам за ставкою 20 % річних, а 3-місячні сертифікати – 25 % річних.

Усуненню зазначених диспропорцій і побудові міцних засад відновлення національної економіки великою мірою сприятиме гармонізація фіскальної й монетарної політики при спрямуванні зусиль усіх органів влади на активізацію економічної діяльності, відбудову зруйнованих активів, відродження банківського кредитування, ефективне функціонування державного сектору та уникнення непродуктивних втрат бюджетних коштів.

У контексті оцінки наявних загроз і боргових ризиків досить інформативними є індикатори боргового навантаження. Після досягнення пікових значень індикаторів боргового навантаження у 2015 р. вони послідовно знижувалися до 2020 р. Це вказувало на стабілізацію боргової ситуації та зменшення боргових ризиків. Однак із початком пандемії COVID-19 боргове навантаження знову почало зростати, а більшість боргових показників упритул наблизилися чи перевищили граничні значення. У 2021 р. така несприятлива ситуація почала вирівнюватися, й рівень боргових ризиків знизився. Проте у 2022 р., із початком повномасштабної агресії росії, боргова стійкість України помітно погіршилася: відношення державного й гарантованого державою боргу до ВВП наприкінці року сягнуло 78,5 % ВВП, на 12,8 в. п. перевищивши середній показник по країнах із ринками, що формуються¹, і прийнятий безпечний рівень боргового навантаження для цієї групи країн. Основними причинами погіршення боргової стійкості України у 2022 р. були: збільшення бюджетного дефіциту, драматичне зниження ВВП та істотна девальвація обмінного курсу.

У динаміці обсяг державного і гарантованого боргу відносно ВВП наприкінці 2019 р. становив 49,8 % ВВП, у 2020 р. – 61,2, у 2021 р. – 50,5, а наприкінці 2022 р. – 78,5 % ВВП. Тобто величина державного боргу України після подолання пандемії та року збройної боротьби з агресором зросла майже на 30 % ВВП порівняно з 2019 р. Унаслідок абсорбування викликів надзвичайного характеру поточний рівень державного боргу відносно ВВП уже перевищив прийнятий граничний рівень для країн із ринками, що формуються, на рівні 70 % ВВП.

Валовий зовнішній борг України наприкінці 2022 р. сягав 231,6 % експорту та був значно більшим від гранично допустимого рівня – 200 % експорту. Після згасання пандемії COVID-19 у 2021 р. спостерігалася позитивна динаміка зовнішнього боргу України порівняно з кінцем 2020 р., а його рівень знизився до 159 % експорту. Однак у 2022 р. це співвідношення знову підвищилося до 231,6 %, навіть незважаючи на закриття зовнішнього ринку запозичень для уряду й українських корпорацій.

Прийняте у світі граничне співвідношення короткострокового зовнішнього боргу та валових міжнародних резервів дорівнює 100 %. В Україні таке співвідношення хронічно перевищує безпечний рівень, що свідчить про поганий стан міжнародної ліквідності країни. В екстремальних умовах недостатнє покриття резерва-

¹ Fiscal Monitor (2023, April): On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

ми зовнішньоборгових виплат може спровокувати кризу ліквідності. Однак після 2015 р. відношення короткострокового боргу до міжнародних резервів України поступово поліпшувалось і наприкінці 2022 р. становило 137,1 %, що майже втричі менше, ніж у 2015 р.

Таким чином, більшість обчислених нами показників боргової спроможності України свідчать про ризиковість поточної ситуації з платоспроможністю держави та міжнародною ліквідністю України.

Частка видатків на обслуговування боргу в загальних видатках державного бюджету у 2022 р. становила 5,9 % та була майже вдвічі меншою, ніж у 2021 р. (10,4 %). У 2020 р. вона також була помітно вищою (9,2 %). Усі ці показники не досягають критичного рівня в 15 %, що ніби свідчить про помірне навантаження боргових виплат на державні фінанси України. Але при цьому слід враховувати, що у 2022 р. Україна досягла домовленості з комерційними й офіційними кредиторами про призупинення обслуговування зовнішнього боргу до кінця 2023 р., а це відповідним чином вплинуло на обсяги боргових виплат із бюджету.

Виплати в рахунок погашення та обслуговування державного боргу України у 2022 р. становили 608,3 млрд грн, або 11,7 % ВВП, що відповідає рівню 2019 і 2021 рр. (табл. 5.4). Під час пандемії, у 2020 р., цей показник підскочив до 12,7 % ВВП. На помірний рівень боргових виплат у 2022 р. в умовах стрімкого зростання державного боргу вплинуло передусім відтермінування обслуговування зовнішнього державного боргу, згоду на яке того року надали кредитори України.

Таблиця 5.4

Тиск боргових платежів на державний бюджет і ВВП у 2013–2022 рр.

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Платежі за державним боргом, млрд грн, у т. ч.:	114,2	171,8	503,4	208,8	475	349,9	464,5	506,8	596,8	608,3
– внутрішнім	65,7	102,7	151,3	166,5	370,1	241,9	335,0	315,6	445,6	523,2
– зовнішнім	48,5	69,1	352,1	42,3	104,9	108	129,5	191,16	151,2	85,0
Частка процентних виплат за боргом у видатках бюджету, %	8,5	11,9	15	14,2	13,2	11,7	11,1	9,2	10,4	5,9
Відношення процентних виплат за боргом до ВВП, %	2,3	3,2	4,4	4,1	3,7	3,3	3,0	3,0	3,0	3,1
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	7,5	10,8	10,2	8,8	15,9	10,0	11,6	12,7	11,4	11,7

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Видатки на виплату процентів за державним боргом у 2022 р. сягнули 3,1 % ВВП і також приблизно відповідали рівню 2019–2021 рр. Однак частка процентних виплат за боргом у видатках бюджету, як уже зазначалось, у 2022 р. істотно зменшилася – до 5,9 % порівняно з 9,2–11,1 % у 2019–2021 рр. Окрім відтермінування частини процентних виплат, низхідна динаміка цього показника пояснювалася

значним зростанням у 2022 р. абсолютної й реальної сум видатків бюджету. Видатки зведеного бюджету України в минулому році збільшилися на 65 % в абсолютному вимірі та на 30,1 % в реальному відносно 2021 р.

Середня ставка обслуговування державного боргу в Україні (відношення процентних виплат упродовж року до суми державного боргу на початок року) у 2020–2021 рр. дорівнювала 6,8 %, а в 2022 р. зменшилася до 6,6 %, що було пов'язано з отриманням значної частки пільгового іноземного фінансування.

Серйозні ризики для боргової стійкості України породжувалися не лише розміром державного боргу та його несприятливими співвідношеннями з макроекономічними показниками країни, а й незбалансованою структурою державного боргу. Так, на кінець 2022 р. частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила лише 32,8 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу. Порівняно з кінцем 2021 р. частка боргу в гривні зменшилася на 4,3 в. п., а з кінцем 2020 р. – на 2,3 в. п. (розраховано за даними Міністерства фінансів України¹). Це свідчить про надзвичайно високий рівень валютних ризиків структури державного боргу України.

Інформативним показником є також частка нерезидентів серед утримувачів державного боргу. В Україні їх частка у 2022 р. становила 65,5 %, а середній показник по країнах із ринками, що формуються, й середніми доходами – 16 %. Усе це свідчить про високий рівень валютних ризиків і ризиків рефінансування державного боргу України та про ймовірність боргових ускладнень у разі різкої девальвації гривні або втрати доступу до міжнародного ринку капіталів.

Отже, проведений нами аналіз засвідчив, що деструктивний вплив пандемії та повномасштабної агресії спонукав Українську державу до прийняття надзвичайних фінансових заходів, які стрімко збільшували бюджетні дефіцити й виливалися в різке зростання державних боргів. Дефіцит державного бюджету у 2022 р. становив 17,6 % ВВП, а рівень державного боргу наприкінці того ж року сягнув 78,5 % ВВП.

В Україні порушуються критерії боргової спроможності за більшістю ключових індикаторів, що вказує на збереження високих ризиків платоспроможності й ліквідності для сектору державних фінансів.

Зокрема, про високу ймовірність порушення боргової безпеки та фінансової стійкості в Україні сигналізують такі індикатори:

- державний і гарантований державою борг – 78,5 % ВВП наприкінці 2022 р. за граничного значення 70 % ВВП;
- державний та гарантований державою борг – 227,9 % доходів державного бюджету у 2022 р. за граничного значення 200 % доходів;
- валовий зовнішній борг – 231,6 % експорту товарів і послуг наприкінці 2022 р. за граничного значення 200 % експорту;
- короткостроковий зовнішній сукупний борг за залишковим терміном погашення – 137,1 % міжнародних резервів наприкінці 2022 р. за гранично допустимого рівня 100 %;

¹ Державний та гарантований державою борг України станом на 31.05.2023 / Мін-во фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

- частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу – 67,2 % у 2022 р. за гранично допустимого рівня 60 %.

Як буде показано далі, 15 із 20 запропонованих нами індикаторів фіскальної вразливості й боргової безпеки вказують на зони високого ризику. Перелік індикаторів “червоної” зони свідчить про те, що загрози для боргової та фіскальної безпеки України породжуються як високим рівнем державного й зовнішнього сукупного боргу, так і незбалансованою структурою державного боргу, а також несприятливими макрофінансовими чинниками, котрі впливають на стабільність державних фінансів.

5.2. Показники дефіциту та циклічно скоригованого первинного балансу сектору загального державного управління й фіскального імпульсу в Україні (2017–2019 і 2020–2022 рр.)

Проблеми бюджетного дефіциту, боргового фінансування бюджету та управління державним боргом викликають значний інтерес у науковців і практиків державного управління в контексті загальних закономірностей функціонування державних фінансів під час війн та епідемій, а також пошуку шляхів розв'язання фіскальних проблем в екстремальних умовах. У 2020–2021 рр. безпрецедентний характер епідеміологічної й економічної кризи у світі та масштабні заходи державної підтримки економіки й гуманітарної сфери опосередковували масове нарощування бюджетних дефіцитів і винесли на порядок денний питання утримання боргової стійкості в багатьох країнах світу. У 2022–2023 рр. стан державних фінансів у більшості країн світу поліпшився: бюджетні дефіцити було істотно зменшено, а обсяги державних боргів стабілізувалися або повільно скорочувалися. На противагу цьому в Україні у 2022–2023 рр. бюджетний дефіцит помітно збільшився, а державний борг перевищив економічно безпечний рівень унаслідок жорсткої агресії росії.

В Україні до початку пандемії COVID-19, у 2015–2019 рр., *дефіцит сектору загального державного управління* перебував на рівні середнього показника для розвинутих країн і не перевищував 2,5 % ВВП. Під час пандемії, у 2020–2021 рр., бюджетний дефіцит в Україні (5,9 і 3,9 % ВВП відповідно) був істотно меншим, ніж у розвинутих країнах та країнах із ринками, що формуються, й помітно відставав від середнього показника по розвинутих країнах (10,2 і 7,5 % ВВП відповідно)¹. Із початком збройної агресії рф у лютому 2022 р. ситуація кардинально змінилася: бюджетний дефіцит в Україні (16,7 % ВВП) кратно перевищив середні показники розвинутих країн (4,3 % ВВП) та країн із ринками, що формуються (5,3 % ВВП). Якщо говорити про динаміку дефіциту державного бюджету України, то він збільшився з 3,8 % ВВП у 2021 р. до 17,6 % ВВП у 2022 р. і може перевищити 19 % ВВП у 2023 р.

Різні аналітичні показники фіскальних дефіцитів дають можливість оцінити, ступінь стимулюючого чи стримуючого впливу фіскальної політики України на національну економіку. Зокрема, одним із ключових показників фіскального аналізу

¹ Fiscal Monitor (2023, April): On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

є циклічно скоригований первинний баланс (Cyclically-Adjusted Primary Balance, CAPB) сектору загального державного управління. Величина CAPB є результатом дії дискреційної фінансової політики та дорівнює різниці між доходами й первинними видатками держави, скоригованими на величину розриву ВВП (output gap).

У теорії показники структурного дефіциту бюджету та циклічно скоригованого дефіциту використовуються для відображення коливань економічної кон'юнктури й розрізнення складових дефіциту бюджету, які визначаються політичними рішеннями щодо здійснення видатків бюджету чи стягнення податків, та абстрагуються від неминучих змін рівня доходів бюджету і його видатків у зв'язку зі зміною рівня економічної активності.

Циклічно скоригований баланс бюджету призначений для оцінки фінансової позиції уряду, "очищеної" від впливу макроекономічних тенденцій. Це розрахункова величина перевищення видатків бюджету над його доходами для економіки з природним рівнем зайнятості, в якій розміри податкових ставок і соціальних допомог обумовлені чинним законодавством. Обчислення зазначеного балансу передбачає проведення оцінки рівня циклічно скоригованих доходів бюджету та його видатків за допущення природного рівня зайнятості. Циклічно скоригований первинний баланс (CAPB) сектору загального державного управління – це циклічно скориговані податкові надходження цього сектору плюс неподаткові доходи мінус циклічно скориговані первинні видатки (не включаючи видатки на обслуговування боргу).

Для України оцінки структурного й циклічно скоригованого балансу можуть бути лише приблизними, з невисоким ступенем точності. Це зумовлено як труднощами оцінки потенційного ВВП, так і неможливістю достовірно оцінити еластичність податкових надходжень до розриву ВВП. Адже еластичність податкових надходжень до величини ВВП в ідеалі оцінюється за умови незмінності податкового законодавства, що передбачає зміну рівня надходжень до бюджету лише внаслідок коливань рівня економічної активності. Якщо ж зміна надходжень до бюджету пояснюється впливом кількох чинників, то досить важко оцінити саме "внесок зростання чи падіння обсягу ВВП".

Експерти МВФ регулярно оцінюють для різних країн показники структурного (або циклічно скоригованого) балансу сектору загального державного управління, а також структурного (або циклічно скоригованого) первинного балансу цього сектору¹.

У табл. 5.5 наведено агреговані дані щодо динаміки CAPB протягом 2014–2022 рр. в Україні й різних групах країн за даними "Fiscal Monitor" МВФ. Ці дані свідчать, що до початку пандемії COVID-19, у 2015–2019 рр., Україна мала більш збалансовані державні фінанси, ніж інші країни світу. Так, у 2019 р. CAPB в Україні був додатним і становив 1,3 % ВВП, тоді як у розвинутих країнах і країнах із ринками, що формуються, фіксувався від'ємний баланс, на рівні -1,8 та -2,7 % ВВП відповідно. За аналогією й під час пандемії, у 2020–2021 рр., помірно від'ємний CAPB в Україні (-1,6 і -0,5 % ВВП відповідно) в рази відставав від дефіцитів у різних групах країн.

¹ Fiscal Monitor (2022, April): Fiscal Policy From Pandemic to War / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022>.

Таблиця 5.5

**Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління
у 2014–2022 рр., % ВВП**

Країни	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Розвинуті країни	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-1	-1,8	-6,6	-5,5	-3,4
Країни з ринками, що формуються, та із середніми доходами	-0,8	-1,7	-2,0	-1,6	-1,8	-2,7	-5,5	-3,3	-3,8
Україна	0	5,4	3	2,3	1,1	1,3	-1,6	-0,5	н. д.

Складено за: Fiscal Monitor (2023, April): On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. P. 73, 81. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

У макроекономічній площині наведені показники означають, що вплив операцій сектору загального державного управління на рівень сукупного попиту в Україні та інших групах країн був позитивним у 2020 і 2021 рр. Причому в Україні така ситуація різко контрастувала з періодом 2015–2019 рр., коли фіскальна політика мала рестриктивний характер, тобто звужувала сукупний попит.

Під час пандемії COVID-19 пріоритетними завданнями фіскальної політики в усіх країнах стали: покриття потреб сфери охорони здоров'я, надання підтримки вразливим верствам населення й бізнесу, а також пом'якшення впливу пандемії на економічні показники. Близько половини вартості антикризових фіскальних заходів у світі становили видаткові програми та податкові послаблення, решту – заходи з державної підтримки ліквідності компаній, які включали бюджетні й субсидовані державою позики, державні гарантії та поповнення державою статутних капіталів компаній. У розвинутих країнах вартість заходів фіскальної політики у відповідь на пандемію у 2020 р. фахівці МВФ оцінили на рівні 20,3 % ВВП. Причому у структурі фіскальних пакетів додаткові державні видатки й податкові заходи сягали 9,3 % ВВП, а фіскальні заходи з підтримки ліквідності – 11 % ВВП¹. У країнах із ринками, що формуються, вартість антикризових фіскальних заходів у 2020 р. оцінювалася на рівні 6 % ВВП, що в 3,5 раза відставало від рівня розвинутих країн. З цієї суми 3,5 % ВВП становили додаткові державні видатки та недоотримані доходи, а 2,5 % ВВП – фіскальні заходи з підтримки ліквідності.

Під час спалаху епідемії й тривалих локдаунів по всьому світу фіскальна політика націлювалася на порятунок людських життів шляхом адекватного фінансування медичних послуг і надання підтримки постраждалому бізнесу та громадянам. Найпоширенішими інструментами фіскальної підтримки на цій стадії були: субсидії на виплату заробітної плати, допомоги з безробіття, нові програми соціальної допомоги постраждалим, відтермінування сплати податків, надання пільгових позик і гарантій за кредитами.

¹ Fiscal Monitor (2020, October): Policies for the Recovery / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Хоча фінансова політика в Україні у 2020–2021 рр. і мала стимулюючий вплив на сукупний попит, її експансійні ефекти було значно меншими, ніж у розвинутих країнах або країнах із ринками, що формуються. Крім того, запровадження жорсткішої фінансової політики у 2021 р. в умовах пандемії COVID-19 було недостатньо виваженим (фінансовий імпульс в Україні у 2021 р. становив -1,1 % ВВП). Продовження пандемії COVID-19, як і слабкі ознаки економічного відновлення, не створювали передумов для різкого розвороту фінансової політики, що фактично відбулося в Україні. Недофінансування бюджетних видатків та недовиконання плану залучення позикових коштів упродовж 2021 р. негативно позначилися на соціальній сфері, системі охорони здоров'я й обороноздатності держави.

У міру виходу з рецесії у 2022 р. фінансова ситуація в більшості країн світу поліпшилась, однак в Україні дефіцит стрімко збільшувався внаслідок повномасштабної агресії росії. Загалом можемо констатувати, що її фінансова політика мала стимулюючий вплив на сукупний попит у 2020–2022 рр. і рестриктивний у 2015–2019 рр. У рамках фінансового аналізу доволі інформативним є показник фінансового імпульсу, що обчислюється як різниця з оберненим знаком САВР сектору загального державного управління поточного періоду й попереднього. Від'ємна величина *фінансового імпульсу* спостерігається в період фінансової консолідації, а додатна – фінансової експансії. У табл. 5.6 наведено часові ряди показників фінансового імпульсу в Україні та різних групах країн упродовж 2015–2022 рр.

Таблиця 5.6

Фінансовий імпульс (зміна САВР до попереднього року) у 2015–2022 рр., % ВВП

Країни	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Розвинуті країни	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,8	4,8	-1,1	-2,1
Країни з ринками, що формуються, та із середніми доходами	0,9	0,3	-0,4	0,2	0,9	2,8	-2,2	0,5
Україна	-5,4	2,4	0,7	1,2	-0,2	2,9	-1,1	н. д.

Розраховано та складено за: Fiscal Monitor (2023, April): On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. P. 73, 81. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

Аналіз цих даних дає підстави стверджувати: у 2015 р. в Україні проводилася політика жорсткої фінансової консолідації (фінансові заходи забезпечили зменшення САВР на 5,4 % ВВП). З 2016 р. фінансову політику було пом'якшено: фінансовий імпульс став додатним і досяг 2,4 % ВВП. У 2017–2018 рр. він став слабо додатним, а в 2019 р. наблизився до нуля. В інших країнах світу протягом 2015–2017 рр. фінансова політика була близька до нейтральної, але в 2018–2019 рр. стала слабо експансивною (середня величина фінансового імпульсу змінювалася від 0,2 до 0,9 % ВВП). Експансивність фінансової політики різко підвищилася під час пандемії у 2020 р., причому як у розвинутих країнах, так і в країнах із ринками, що формуються.

Під час пандемії COVID-19 звичайний дефіцит бюджету в Україні помітно збільшився порівняно з минулими роками, до 5,9 % ВВП, хоча циклічно скоригований дефіцит був істотно меншим – 1,6 % ВВП. Масштабні заходи державної підтримки економіки, населення та додаткового фінансування сфери охорони здоров'я неминуче відображалися на показниках бюджетного дефіциту в різних групах країн.

Пом'якшення фіскальної політики під час пандемії привело до формування в Україні позитивного фіскального імпульсу у 2020 р., а саме 2,9 % ВВП. Така величина фіскального імпульсу приблизно відповідала його середньому значенню по країнах із ринками, що формуються, та середніми доходами (2,8 % ВВП), але була меншою від додатного імпульсу в розвинутих країнах (4,8 % ВВП). У 2021 р. фіскальний імпульс в Україні знову став від'ємним (-1,1 % ВВП), причому масштаби фіскальної консолідації в ній були зіставними з аналогічним показником у розвинутих країнах і дещо відставали від обсягів консолідації в країнах із ринками, що формуються (-2,2 % ВВП). У 2022 р. у країнах із ринками, що формуються, фіскальна політика була наближеною до нейтральної, а в розвинутих країнах стала рестриктивною. В останній групі країн фіскальний імпульс дорівнював -2,1 % ВВП. В Україні цей показник, очевидно, був додатним, але його оцінка поки що ускладнена у зв'язку з відсутністю достовірних оцінок потенційного ВВП. Під час війни розміри бюджетного дефіциту, структура його покриття та динаміка державного боргу відображали переорієнтацію країни на першочергове фінансування потреб, зумовлених війною, підвищення ролі іноземних офіційних кредиторів у фінансуванні дефіциту й використання емісійного джерела його покриття у 2022 р.

Видатки зведеного бюджету України у 2022 р. в абсолютному вимірі зросли на 65 %, а в реальному – на 30,1 % порівняно з 2021 р. Реальна величина сумарних видатків бюджету збільшилася за рахунок фінансування оборони, громадського порядку й соціальних програм. У 2022 р. номінальна сума видатків на оборону зросла в 9 разів, а реальна – в 7 разів порівняно з 2021 р. Видатки на громадський порядок, безпеку та судову владу збільшилися у 2,6 раза номінально та вдвічі реально. У структурі сумарних видатків частка фінансування оборони, безпеки й громадського порядку у 2022 р. майже потроїлася та сягнула 52,4 % (розраховано автором за даними Міністерства фінансів України¹).

Видатки на програми соціального захисту від початку війни збільшувалися за рахунок виплат внутрішньо переміщеним особам, допомог по інвалідності та в разі втрати годувальника, а також пільг і субсидій населенню на оплату житлово-комунальних послуг. Водночас гуманітарно-культурна сфера у воєнний час зіткнулася з істотним скороченням бюджетного фінансування як у реальному, так і в номінальному вимірах. Наприклад, освіту у 2022 р. було профінансовано на 7,1 % менше номінально й на 26,7 % менше реально порівняно з 2021 р. Відповідні показники для сфери духовного та фізичного розвитку становили 22,6 і -38,9 %. Бюджетні асигнування охорони здоров'я номінально дещо зросли, але реально скоротилися, на 16,6 %.

¹ Державний вебпортал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

Відносно ВВП обсяги як внутрішніх, так і зовнішніх позик уряду України збільшились у 5–6 разів порівняно з 2021 р. При цьому сума чистих зовнішніх запозичень у 2022 р. досягла колосальної величини – 11,8 % ВВП, забезпечивши покриття бюджетного дефіциту на дві третини. Після закриття міжнародного ринку капіталів для України вагомим засобом підтримки бюджету стало надходження пільгового іноземного фінансування: від початку війни до кінця 2022 р. до бюджету було залучено зовнішніх позик і грантів на суму 31,2 млрд дол. США.

Чисте внутрішнє позикове фінансування з урахуванням коштів НБУ у 2022 р. становило 289 млрд грн, або 6 % ВВП. Без участі НБУ чисте фінансування бюджету дорівнювало -103,1 млрд грн. Через обмеженість внутрішніх джерел покриття дефіциту з початку війни застосовувалося монетарне фінансування бюджету, обсяг якого на кінець року сягнув 400 млрд грн, або 7,8 % ВВП.

Таким чином, до початку збройної агресії росії Україна мала задовільні обсяги бюджетного дефіциту та циклічного скоригованого первинного балансу, які відставали від показників країн із ринками, що формуються. Стимулюючий вплив її фінансової політики на рівень сукупного попиту, як засвідчує показник САРВ, спостерігався лише під час пандемії, у 2020–2021 рр., і під час війни, у 2022–2023 рр. Однак експансивність фінансової політики України під час пандемії була незначною порівняно з розвинутими країнами та країнами з ринками, що формуються. Вочевидь, стимулюючого характеру її фінансова політика набула лише під час війни, що було пов'язано з екзистенційними загрозами для Української держави й різким збільшенням видатків на оборону.

5.3. Дефіцит Державного бюджету України в період воєнного стану (2022 р. – I півріччя 2023 р.)

Умови війни несуть надзвичайні виклики для фінансового стану будь-якої держави, зокрема України. Воєнні дії на її території спричинили серйозний фінансовий тиск на державний бюджет. Специфіка ситуації полягає в тому, що війна зумовлює низку фінансових ризиків і загроз, включаючи великі витрати на оборону та забезпечення безпеки громадян. Окрім того, постає потреба в соціальних програмах для підтримки постраждалих громадян і відновлення пошкодженої інфраструктури. Усі ці видатки призводять до значного зростання дефіциту державного бюджету. Фінансові виклики в умовах війни вимагають ефективного та стратегічного управління фінансами, а також максимальної мобілізації ресурсів для забезпечення безпеки й підтримки населення в цей важкий період.

Україна стикається з постійним дефіцитом бюджетних коштів, при цьому важливо аналізувати, як він формується, оскільки це може визначити його вплив на економіку країни. Коли дефіцит виникає через додаткове фінансування капітальних інвестицій, таке як надання грантів чи програми для підтримки бізнесу, це може призвести до зростання грошового обігу в Україні й позитивно вплинути на національну економіку. Важливо враховувати, що такі інвестиції можуть стати каталізатором розвитку бізнесу, сприяючи створенню нових робочих місць та стимулюючи

інновації в економіці. Подібний підхід може також підвищити конкурентоспроможність України на міжнародних товарних ринках, формуючи потенціал для залучення іноземних інвестицій і розвитку експортних можливостей. Рациональне управління бюджетним дефіцитом та інвестиціями в розвиток здатні перетворити виклик на можливість для України, сприяючи її сталому зростанню й процвітання.

Водночас бюджетний дефіцит часто виникає через скорочення бюджетних надходжень, таких як податки й неподаткові надходження, або нераціональне збільшення витрат. На тлі різкого зростання видатків на оборону та соціальну сферу і зменшення бюджетних надходжень (унаслідок масового виїзду працездатного населення за кордон, припинення виробничої діяльності багатьох підприємств і окупації частини території) питання бюджетного дефіциту набувають особливої актуальності.

При формуванні бюджету визначаються не тільки планові показники бюджетного дефіциту, а й планові джерела його фінансування, які повинні відповідати чинному законодавству. У таких умовах важливим є ретельний аналіз і рациональне планування бюджету, а також мобілізація ресурсів із метою забезпечення фінансової стабільності країни. Пошук нових джерел надходжень, підтримка внутрішнього ринку та просування інновацій можуть стати ключовими факторами в подоланні фінансових викликів, що виникають у період воєнного стану. За даними Міністерства фінансів України та НБУ, держбюджет за січень – лютий 2022 р. було виконано з профіцитом в обсязі 23,74 млрд грн (15,89 млрд грн у січні), у т. ч. загальний фонд – із профіцитом 13,1 млрд грн за планованого дефіциту на цей період у розмірі 66,2 млрд грн¹.

Наступ рф на Україну призвів до серйозних фінансових викликів, пов'язаних із необхідністю надання соціальної допомоги населенню та розв'язання термінових питань, які вимагали значного фінансового впорядкування, що спричинило істотне зростання дефіциту держбюджету. За таких обставин уряд України був змушений тимчасово скасувати обмеження на максимальний рівень дефіциту бюджету, встановлені законодавством на 2022 р., – щонайбільше 3 % прогнозованого обсягу ВВП. Натомість було сформовано державний бюджет із максимально допустимим рівнем дефіциту 1 497,2 млрд грн, або 31,7 % прогнозованого обсягу ВВП, що дало змогу країні забезпечити необхідні фінансові ресурси для подолання кризи й надання підтримки населенню².

За останній рік, з урахуванням фінансування невідкладних потреб, викликаних війною, плановий рівень дефіциту держбюджету систематично переглядався

¹ Місячний розпис державного бюджету України виконано на 129,3 % (+23,7 млрд грн) / Мін-во фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/misiachnii_rozpis_derzhavnogo_biudzhetu_ukraini_vikonano_na_1293_237_mlrld_grn-3344.

² Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%86%D0%BD%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%BC%D0%B0%D1%86%D1%96%D1%8F_%D1%89%D0%BE%D0%B4%D0%BE_%D0%B2%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D0%BD_%D0%94%D0%91%D0%A3_%D0%B7%D0%B0_2022_%D1%80%D1%96%D0%BA_01_03_2023.doc.pdf.

та був встановлений на рівні 1 536,6 млрд грн. Державний бюджет на 2022 р. було затверджено з дефіцитом у розмірі 914,87 млрд грн, що становив 59,5 % планового показника з внесеними змінами та відповідав 18,6 % очікуваного обсягу ВВП. Цей рішучий крок мав велике значення для забезпечення фінансової стабільності та надання необхідної допомоги¹.

Станом на кінець I півріччя 2023 р. показник дефіциту державного бюджету зафіксовано на рівні 478,05 млрд грн. Як бачимо, у поточному році нарощення дефіциту йде плавно: за травень – червень 2023 р. він зріс на 136,15 млрд грн, або на 39,82 %, проте з квітня до травня 2023 р. – лише на 25,84 % (загальна зміна за квартал становила 13,98 %).

Враховуючи великі витрати на забезпечення обороноздатності й мізерну ресурсну базу внаслідок бойових дій, дефіцит бюджету у 2023 р., імовірно, перевищить 26 % ВВП. Надалі передбачається його поступове зменшення, проте фінансова стратегія залишатиметься стимулюючою протягом усього прогнозованого періоду, що є вкрай важливим задля підтримання повоєнного економічного відновлення².

З метою забезпечення фінансових ресурсів, необхідних для фінансування держбюджету протягом 2022 р. – I півріччя 2023 р., уряд переважно вдавався до залучення державних міжнародних і внутрішніх позик. Цей підхід був зумовлений складною фінансовою ситуацією та необхідністю забезпечення достатніми ресурсами для підтримання стабільності й функціонування держави.

Основними джерелами покриття бюджетного дефіциту в Україні є: емісійне фінансування дефіциту бюджету, секвестр бюджету, продаж бюджетних активів, внутрішні й зовнішні позики держави, безоплатна допомога, приватизація державного майна та підприємств тощо (Буряченко, Болдова, & Москаленко, 2023).

Внутрішнє фінансування державного бюджету на кінець 2022 р. становило 349,30 млрд грн, що на 52,07 млрд грн більше, ніж у попередній період. Характерна синусоїдна тенденція, адже на початок 2022 р. і в 2023 р. спостерігалось від'ємне значення, що пов'язано як із фінансуванням залишків коштів на рахунках бюджетних установ (код 205000), так і з його відповідним коригуванням шляхом зміни залишків коштів бюджетів (код 208000), що, призвело до скорочення внутрішнього фінансування. Зовнішнє фінансування державного бюджету в розрізі класифікації за типом кредитора (кумулятивно з початку року) становило на кінець 2022 р. 565,57 млрд грн, що обумовлено залученням позик, наданих міжнародними фінансовими організаціями та органами управління іноземних держав.

Протягом I півріччя 2023 р. можна спостерігати також тенденцію зростання зазначених показників. Зміни обсягів депозитів і цінних паперів, що використовуються для управління ліквідністю, присутні лише наприкінці 2022 р. у розмірі

¹ Там само.

² Національний банк прогнозує значне зниження інфляції та повернення економіки до відновлення в цьому році: інфляційний звіт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-prognozuje-znachne-znijennya-inflyatsiyi-ta-povernennya-ekonomiki-do-vidnovlennya-v-tsomu-rotsi-inflyatsiyniy-zvit>.

30 млрд грн, протягом інших періодів дослідження стаття фінансування держбюджету відсутня. Коригування фінансування держбюджету у 2022 р. не проводилося, проте в березні 2023 р. здійснено, в обсязі 1,14 млрд грн. Стаття дефіциту бюджету щодо іншого зовнішнього фінансування протягом аналізованого періоду відсутня. Позики, надані постачальниками, становили 2,76 млрд грн у лютому 2022 р., протягом цілого року не збільшувались, а за результатами аналізу дефіциту держбюджету в I півріччі 2023 р. не надавалися.

Розглянемо детальніше зовнішнє фінансування. Єврокомісія та МВФ одними з перших відреагували на російську агресію й підтримали українську економіку. Починаючи з березня 2022 р. МВФ надавав Україні кредити в рамках використання інструмента швидкого фінансування (RFI) в сумі 88,2 млрд грн (2,0 млрд СПЗ); Єврокомісія впродовж 2022 р. – макрофінансову допомогу в розмірі 256,4 млрд грн (7,1 млрд євро); МБРР разом із МАР – кредити в розмірі 82,7 млрд грн (2,5 млрд дол. США). ЄІБ, німецька Кредитна установа для відбудови та Банк Японії з міжнародного співробітництва також долучилися, надавши кредити на суму 47,5 млрд грн (1,6 млрд дол. США). Низка інших країн, а саме Канада, Італія, Нідерланди, Франція, надали фінансову підтримку в розмірі 60,5 млрд грн, 7,6 млрд, 7,8 млрд і 13,6 млрд грн відповідно. Однак для уникнення зростання боргового навантаження на держбюджет було вжито заходи з пріоритетного залучення грантів для бюджетної підтримки, що не призводить до збільшення боргів. Також у 2022 р. значно поглибилося співробітництво України зі Світовим банком, котрий надавав ефективну фінансову підтримку з метою забезпечення головних функцій держави в умовах конфлікту. Для цього було створено нові фінансові платформи, включаючи Цільовий фонд багатьох донорів (MDTF) і Український фонд допомоги, відновлення та реконструкції (URTF)¹.

Фактичні обсяги державних запозичень до загального фонду державного бюджету за січень – червень 2023 р. сягнули 879,1 млрд грн, або 82,9 % запланованих обсягів на цей період. За допомогою зовнішніх джерел фінансування було залучено додаткові 593,4 млрд грн, у т. ч.: 357,0 млрд грн (еквівалент 9,0 млрд євро) макрофінансової допомоги від Євросоюзу відповідно до Меморандуму про взаєморозуміння між Україною та ЄС, який охоплює інструменти підтримки України на 2023 р., включаючи макрофінансову допомогу; 131,4 млрд грн (2,7 млрд СПЗ) коштів від МВФ у рамках 4-річної програми розширеного фінансування EFF; 64,2 млрд грн (2,4 млрд канад. дол.) позики, наданої урядом Канади; 18,3 млрд грн (500,0 млн дол. США) позики від МБРР у рамках Четвертого додаткового фінансування проекту “Підтримка державних видатків для забезпечення стійкого державного управління в Україні”; 16,1 млрд грн (404,3 млн євро) позики від МАР у межах зазначеного

¹ Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%86%D0%BD%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%BC%D0%B0%D1%86%D1%96%D1%8F_%D1%89%D0%BE%D0%B4%D0%BE_%D0%B2%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D0%BD_%D0%94%D0%91%D0%A3_%D0%B7%D0%B0_2022_%D1%80%D1%96%D0%BA_01_03_2023.doc.pdf.

проєкту; 4,8 млрд грн (132,0 млн дол. США) позики від МБРР у рамках проєкту “Прискорення інвестицій у сільське господарство України”; 1,3 млрд грн (33,4 млн евро) позики, наданої МАР у межах проєкту “Зміцнення системи охорони здоров’я та збереження життя”; 0,2 млрд грн (6,0 млн дол. США) позики від МБРР у рамках проєкту “Додаткове фінансування проєкту “Поліпшення охорони здоров’я на службі у людей”.

Для додаткового покриття дефіциту державного бюджету також використовувалися кошти, які надійшли від приватизації державної власності. З початку збройної агресії рф 24 лютого 2022 р. органи державної влади припинили виставляти об’єкти малої приватизації на електронні аукціони, що призвело до відсутності надходжень до держбюджету від приватизації. Протягом 2022 р. не було оголошено електронних аукціонів з продажу об’єктів великої приватизації, тож такі об’єкти через викуп (згідно зі ст. 16 Закону України “Про приватизацію державного і комунального майна”) не було продано. Питання, пов’язане з великою приватизацією, ускладнюється законодавчими обмеженнями, уведеними Урядом у зв’язку з установами карантину й обмежувальних заходів із метою запобігання поширенню коронавірусу, а також під час дії воєнного стану.

Так, за 2022 р. до держбюджету від приватизації державного майна надійшло 1,71 млрд грн (включаючи залишок станом на 1 січня 2022 р. у розмірі 2,1501 млн грн)¹ за планового річного показника 8,0 млрд грн². Від приватизації державного майна за I півріччя 2023 р. до держбюджету надійшло 1,82 млрд грн³ (з урахуванням залишка станом на 1 січня 2023 р. в обсязі 81,3112 млн грн⁴, що становить майже 611 % відповідного показника 2022 р.). Як бачимо, за два квартали 2023 р. фактичні грошові надходження перевищили річний показник 2022 р. уже на 5,88 %. Окрім того, за рахунок приватизації майна установ виконання покарань і слідчих ізоляторів, що перебувають під управлінням Міністерства юстиції України та не забезпечують відповідно до законодавства виконання встановлених для них завдань та функцій, у спеціальний фонд державного бюджету згідно із Законом України “Про Державний бюджет на 2023 рік” було перераховано 0,217 млн грн. Цей крок сприяє оптимізації використання державних ресурсів та підтримує бюджетну стабільність.

Протягом I півріччя 2023 р. на електронних аукціонах з’явилося 262 унікальних об’єкти малої приватизації, з яких успішно реалізовано 210. Відповідно до Закону України “Про Державний бюджет України на 2023 рік”, Фонду відведено амбіційне

¹ Звіт про роботу Фонду державного майна України та хід приватизації державного майна у 2022 році. URL: https://www.spfu.gov.ua/userfiles/files/zvit_spfu_2022.pdf.

² Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/budget_2022-538.

³ Інформація про стан виконання Зведеного та Державного бюджетів України за січень – червень 2023 року. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/budget_2023-582.

⁴ Аналітична довідка про роботу Фонду державного майна України та хід приватизації державного майна у I півріччі 2023 року. URL: https://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/analitichna-dovidka-i-pivritchya-2023_17565.pdf.

завдання зі збору коштів від приватизації державного майна до державного бюджету на суму 6 млрд грн. Зокрема, важливим досягненням стала приватизація (вперше) морського порту в Україні. Найдорожчими об'єктами, за які вже надійшли кошти цього року, стали: Усть-Дунайський порт (201 млн грн), готель “Власта” у Львові (115 млн грн), Сторонибаський спиртзавод (142 млн грн) і Жовтневий спиртзавод (85 млн грн)¹. Такий процес сприяє розвитку національної економіки та забезпечує стає фінансування важливих державних ініціатив.

За класифікацією фінансування бюджету за типом боргового зобов'язання протягом 2022 року Україна залучила фінансові ресурси у вигляді державних запозичень на суму 1 309,10 млрд грн. У 2022 р. Міністерство фінансів України з метою покриття дефіциту держбюджету систематично проводило аукціони на внутрішньому ринку для розміщення різних видів ОВДП, які можуть бути номіновані в національній або іноземній валюті. У межах такого залучення фінансових ресурсів загальний обсяг державних внутрішніх запозичень до загального фонду держбюджету сягнув 666,9 млрд грн, зокрема:

- 1) 266,9 млрд грн було залучено шляхом розміщення внутрішніх державних облігацій (ОВДП) на аукціонах, включаючи 197,2 млрд грн, що стосуються військових облігацій. Після початку повномасштабної війни росії проти України такі облігації стали ефективним інвестиційним інструментом, доступним громадянам, бізнесу й іноземним інвесторам. Щоб залучити громадян до інвестування у військові облігації, Міністерство фінансів України запустило спеціальний інформаційний сайт (<https://bonds.gov.ua/>). Більш ніж 350 тис. нових інвесторів вклали понад 10 млрд грн, що значно сприяло забезпеченню фінансової підтримки оборонних і соціальних потреб країни²;
- 2) 400,0 млрд грн було залучено шляхом випуску військових облігацій, придбаних НБУ на підтримку фінансування³.

Крім того, для збільшення статутного капіталу ПрАТ “Українська фінансова житлова компанія” проведено випуск ОВДП на суму 30 млрд грн згідно з рішенням Кабінету Міністрів України “Деякі питання випуску облігацій внутрішньої державної позики з подальшим придбанням акцій додаткової емісії приватного акціонерного товариства “Українська фінансова житлова компанія” у 2022 році” від 21.12.2022 № 1415⁴.

Варто зауважити, що 15 вересня 2023 р. Кабмін схвалив проект Закону про Державний бюджет України на 2024 рік. У ньому задекларовано, що прогноз фінансу-

¹ Із початку року до бюджету від приватизації надійшло 645 мільйонів – нардепка. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2023/02/16/697115/>.

² Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%86%D0%BD%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%BC%D0%B0%D1%86%D1%96%D1%8F_%D1%89%D0%BE%D0%B4%D0%BE_%D0%B2%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D0%BD_%D0%94%D0%91%D0%A3_%D0%B7%D0%B0_2022_%D1%80%D1%96%D0%BA_01_03_2023.doc.pdf.

³ Там само.

⁴ Там само.

вання держбюджету на 2024 р. передбачає зниження його дефіциту до 20,4 % ВВП (у 2023 р. – 27 % ВВП)¹.

Європарламент висловив свою підтримку ініціативи “Ukraine Facility”, нового фінансового інструмента для України, на загальну суму до 50 млрд євро протягом чотирьох років. У 2024 р. країна розраховує на отримання 18 млрд євро фінансової допомоги для покриття дефіциту свого бюджету².

Також наголошуємо на тому аспекті, що Національний банк і Уряд України, співпрацюючи з МВФ, успішно реалізували комплекс заходів, спрямованих на збільшення залучення коштів на первинному ринку ОВДП, що допомогло забезпечити фінансову стабільність та розвиток країни. У 2023 р. НБУ вжив низку заходів для підтримки внутрішнього боргового ринку й активізації інвестицій в облігації внутрішнього державного боргу. Зокрема, було надано дозвіл банкам покривати до 50 % сукупного обсягу обов’язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП із визначеного переліку, поступово розширюючи цей перелік; дозвіл нерезидентам переказувати кошти, одержані від сплати процентів за ОВДП після 1 квітня 2023 р., за кордон; встановлено додаткову вимогу щодо мінімального безперервного строку володіння нерезидентами цими ОВДП щонайменше останніх 90 календарних днів поспіль до моменту отримання процентів. Водночас уряд підтримує ставки за ОВДП на ринковому рівні, й у червні 2023 р. максимальна дохідність ОВДП на аукціонах становила: у гривні – 19,75 % річних, у доларах США – 4,80 % річних, в євро – 3,25 % річних.

Спільні дії НБУ та уряду дали змогу активізувати внутрішній борговий ринок, зокрема його гривневий сегмент, що має велике значення для забезпечення макрофінансової стійкості. Така активізація сприяє уникненню випуску нових грошей для фінансування бюджетного дефіциту, а також поліпшує строковість коштів у банківській системі й допомагає знизити ризики для валютного ринку та цінової стабільності.

Також слід зазначити, що за результатами спільної роботи НБУ, Міністерства фінансів України, НКЦПФР і ФГВФО затверджено нову Стратегію розвитку фінансового сектору України. Цей документ визначає сучасні пріоритети й цілі розвитку фінансового сектору, орієнтовані на спротив російській агресії та відновлення країни. Його розроблення передбачено Меморандумом про економічну та фінансову політику між Україною та Міжнародним валютним фондом³. Стратегією передбачено заходи щодо “повернення до забезпечення потреб бюджету за рахунок збільшення податкових надходжень завдяки зростанню економіки, детінізації бізнесу, скороченню вартості обслуговування кредитів”. Як результат, дефіцит бюджету скорочується в рамках розділу II “Бачення майбутнього: візія і місія фінансово-

¹ Уряд схвалив проект Державного бюджету на 2024 рік: від бюджету війни до економіки перемоги. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/uriad-skhalayv-proekt-derzhavnoho-biudzhetu-na-2024-rik-vid-biudzhetu-viiny-do-ekonomiky-peremohy>.

² Questions and Answers – A new Ukraine Facility. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/qanda_23_3353.

³ МВФ-Україна: Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику. 24.03.2023 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mvf-ukrayina-list-pro-namiri-24-bereznia-2022-roku>.

го сектору України”¹. Згідно з п. 17 Меморандуму дефіцит бюджету на 2023 р., без урахування зовнішніх грантів, передбачено в розмірі 1 708,8 млрд грн, або близько 28,2 % ВВП (на відміну від прогнозних розрахунків Мінфіну, закладених в проєкті держбюджету на 2023 р.), що відповідає фінансовій стійкості за умови підтримки з боку зовнішніх донорів. Наведена цифра перевищує початковий бюджет на 2023 р. майже на 424 млрд грн і також є наближеною до 1,7 % ВВП більше, ніж прогнозований дефіцит на 2022 р. без урахування зовнішніх грантів, який становив 26,5 % ВВП.

Із метою моніторингу прогресу в цій сфері буде встановлено нижній рівень первинного касового сальдо сектору загального державного управління, який не включає оборонні витрати, за винятком грантів (кількісний критерій ефективності), а також нижній рівень загального первинного касового сальдо сектору загального державного управління, за винятком грантів (індикативна ціль). Окрім того, для захисту соціальних витрат буде встановлено нижній рівень видатків держбюджету на соціальні програми (індикативна ціль).

5.4. Стан дефіциту державного бюджету України в допандемічний період (2013–2019 рр.), під час розгортання та спаду пандемії COVID-19 (2020–2022 рр.)

Упродовж 2013–2022 рр. державний бюджет України був дефіцитним – видатки бюджету перевищували його доходи з урахуванням різниці між наданими з бюджету й поверненими до нього кредитами².

1. Вимірювання та оцінювання стану дефіциту державного бюджету України протягом 2013–2022 рр.

Найменші розміри дефіциту держбюджету спостерігалися в допандемічний період (2015–2019 рр.), у межах 1,61–2,95 % ВВП (рис. 5.2). У 2013 і 2014 рр. дефіцит відповідно становив 4,25 та 4,92 % ВВП. Можна стверджувати, що впродовж 2013–2019 рр. проводилася бюджетно-фінансова політика стабілізації державних фінансів, поступового зменшення обсягів дефіциту держбюджету.

У перший рік пандемії COVID-19 (2020 р.) дефіцит зріс на 3,11 в. п., що вказує на зростання фінансових ризиків, пов’язаних із поширенням коронавірусу й фінансуванням заходів із подолання її наслідків. У 2021 р. обсяг дефіциту зменшився до 3,64 % ВВП, що свідчить про певну адаптацію державних фінансів до викликів пандемії та подолання її наслідків. У третій рік пандемії (2022 р.) дефіцит істотно збільшився, до 17,62 % ВВП, завдяки різкій зміні обсягів доходів і видатків державного бюджету, спричинених передусім російсько-українською війною.

¹ Регулятори фінансового ринку, Мінфін та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб затвердили нову Стратегію розвитку фінансового сектору України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/regulatori_finansovogo_rinku_minfin_ta_fond_garantuvannia_vkladiv_fizosib_zatverdili_novu_strategiiu_rozvitku_finansovogo_sektoru_ukraini-4158.

² Бюджет України 2021р. : стат. зб. / Мін-во фінансів України. Київ, 2022. С. 9–10 278 с.; Про схвалення звіту про виконання Закону України “Про Державний бюджет України на 2022 рік” : розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.04.2023 № 366-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/366-2023-%D1%80#Text>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Динаміка дефіциту державного бюджету України може бути описана за допомогою трендів, зокрема поліноміальних трендів 2–5-го порядків (рис. 5.2–5.5). Зі зростанням ступеня поліноміального тренду точність прогнозу підвищується. Так, рівняння поліноміального тренду 5-го порядку описується з досить високою точністю ($R^2 = 0,94$). Опис функціонування стабільних систем може бути подано за допомогою лінійного тренду, наприклад для періоду 2015–2019 рр. (див. рис. 5.2).

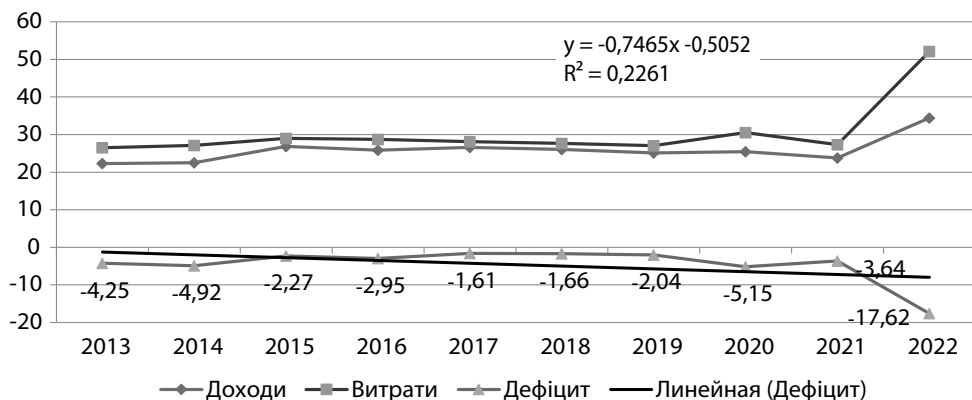


Рис. 5.2. Динаміка доходів, витратів та дефіциту державного бюджету України у 2013–2022 рр., % ВВП

Розраховано та побудовано за: Бюджет України 2021 р. : стат. зб. / Мін-во фінансів України. Київ, 2022. С. 9–10.

Фіскальні ризики, пов'язані з дефіцитом державного бюджету, можуть бути оцінені візуально за допомогою як графіків трендів (рис. 5.2–5.5), так і стовпцевих діаграм (рис. 5.6), а також діаграм приросту відповідних досліджуваних показників (рис. 5.7).

Значні відхилення від попереднього періоду свідчать про ризики, пов'язані із формуванням дефіциту державного бюджету України (див. рис. 5.7).

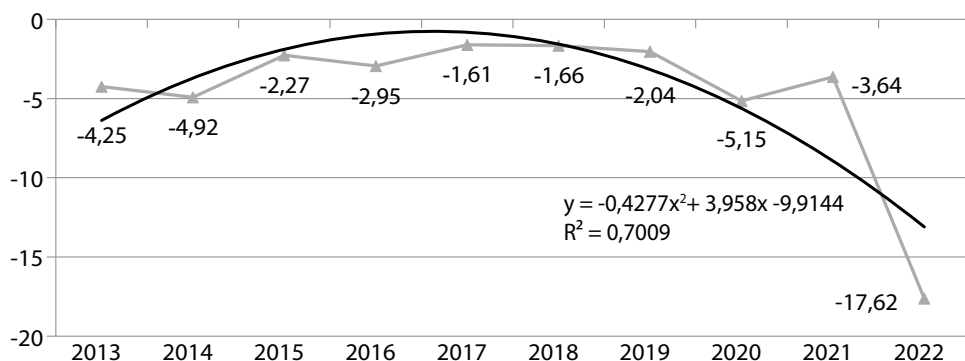


Рис. 5.3. Опис динаміки дефіциту державного бюджету протягом 2013–2022 рр. за допомогою поліноміального тренду другого порядку, % ВВП

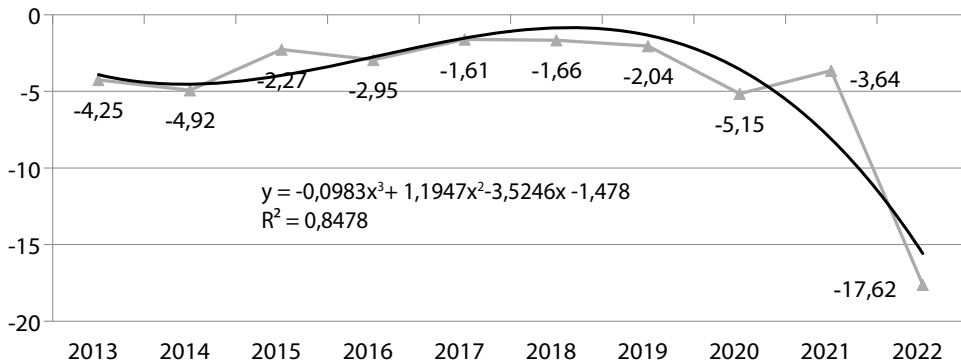


Рис. 5.4. Опис динаміки дефіциту державного бюджету протягом 2013–2022 рр. за допомогою поліноміального тренду третього порядку, % ВВП

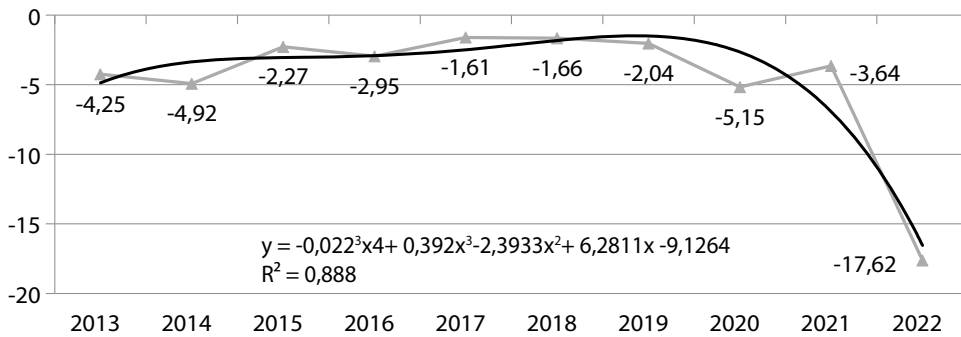


Рис. 5.5. Опис динаміки дефіциту державного бюджету протягом 2013–2022 рр. За допомогою поліноміального тренду четвертого порядку, % ВВП

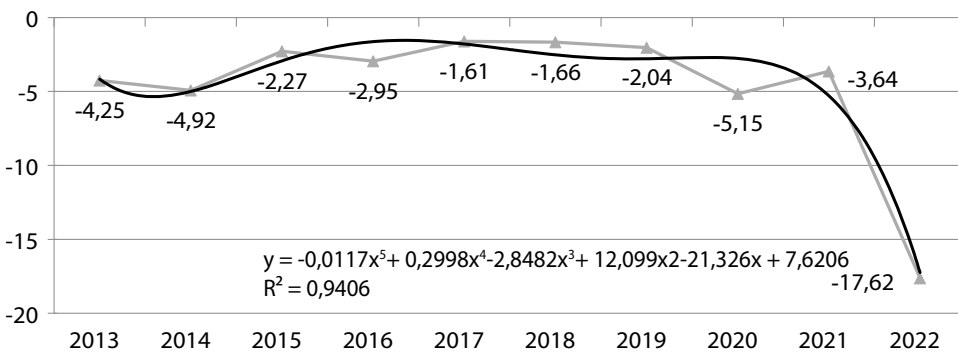


Рис. 5.6. Опис динаміки дефіциту державного бюджету протягом 2013–2022 рр. за допомогою поліноміального тренду п'ятого порядку, % ВВП

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

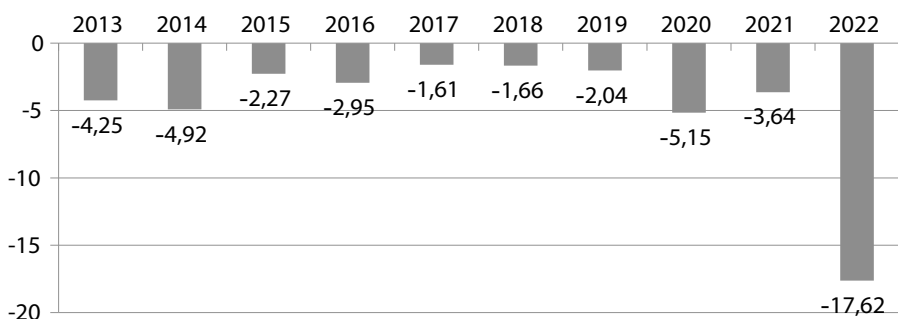


Рис. 5.7. Динаміка дефіциту державного бюджету України протягом 2013–2022 рр., % ВВП

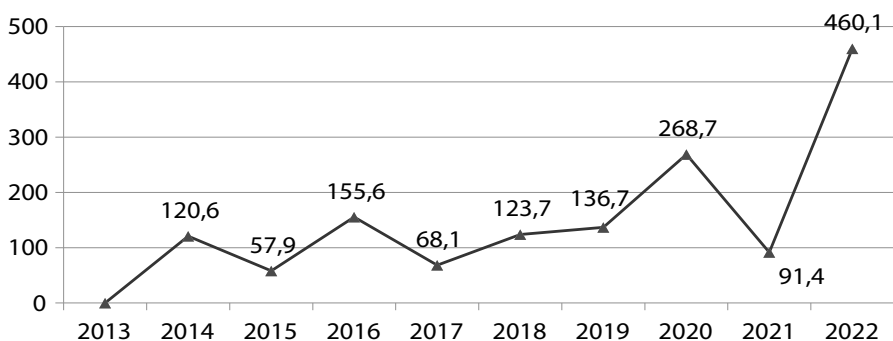


Рис. 5.8. Динаміка приросту дефіциту державного бюджету України протягом 2013–2022 рр., % до попереднього року

2. Оцінка волатильності дефіциту державного бюджету

Для оцінки фіскальних ризиків – відхилень дефіциту державного бюджету – можуть бути застосовані економіко-статистичні методи, зокрема стрес-тестування фінансових ризиків (Ястремський, 2018). У роботах (Ястремський, & Кулик, 2020a; Ястремський, & Кулик, 2020b) виконано оцінку волатильності міжгалузевих потоків та системи фінансових потоків агрегованої матриці фінансових потоків. Аналогічним чином може бути проведена оцінка волатильності дефіциту державного бюджету відповідно ризиків, пов'язаних із ним.

Для оцінки волатильності дефіциту держбюджету (ΔB) може бути застосовано такі оцінки (Ястремський, & Кулик, 2020a, с. 66–67): середні ($\bar{a}$); стандартні відхилення (s); коефіцієнти варіації (s/a); максимальні значення за період спостереження ($\max_t \Delta B(t)$); мінімальні значення за період спостереження ($\min_t \Delta B(t)$); варіації ($\max_t \Delta B(t) - \min_t \Delta B(t)$); відносні варіації; коефіцієнти детермінації (R^2); нахил, перетини трендів; прогноз на 2023 р.; стандартна похибка прогнозу тощо.

Наведені оцінки дефіциту державного бюджету доцільно застосувати для двох варіантів оцінювання: 1) усього десятирічного періоду (2013–2022); 2) шести ковзних п'ятирічних періодів (2013–2017, ..., 2018–2022 рр.).

Варіант 1. Виконаємо оцінку для 10-річного періоду (табл. 5.7).

Таблиця 5.7

Статистичні оцінки дефіциту державного бюджету України протягом 2013–2022 рр.

№ з/п	Показники оцінювання	2013–2021	2013–2022
1	Максимальні значення, max за період	-1,6061	-1,6061
2	Мінімальні значення, min за період	-5,1542	-17,6240
3	Варіації, max-min	3,5481	16,0179
4	Середні, $\bar{a}$	-2,8488	-4,6112
5	Стандартні відхилення, s	1,3801	4,7538
6	Коефіцієнт варіації, $s/\bar{a}$	-0,4845	-1,0309
7	Відносні варіації, $(\max-\min)/\bar{a}$	-1,2455	-3,4737
8	Коефіцієнт детермінації, R^2	0,0132	0,2261
9	Нахил тренду	0,0579	-0,7465
10	Прогноз на наступний період	-2,8758	-8,7172

Складено автором.

За досліджуваний десятирічний період найменший дефіцит державного бюджету спостерігався у 2017 р. (1,6 % ВВП); найбільший – у 2022 р. (17,6 % ВВП). Варіація (max-min) є досить значною, 16,01, та викликана головним чином подіями 2022 р. Тому доцільно дослідити два періоди – 2013–2021 рр. і 2013–2022 рр. – із виключенням та включенням 2022 р., року початку російсько-української війни.

Як видно з табл. 5.7, статистичні оцінки для двох періодів істотно відрізняються: середні, стандартне відхилення, коефіцієнт варіації, відносні варіації та ін. Тому необхідно дослідити дефіцит бюджету в рамках коротших послідовних періодів. Нахил тренду характеризує загальний тренд дефіциту бюджету. Цей показник можна отримати як засобами MS Office Excel (див. рис. 5.2), так і розрахунковим шляхом – на основі статистичних оцінок. Для двох періодів нахил тренду помітно відрізняється: для 2013–2021 рр. він вказує на досить повільне зменшення дефіциту держбюджету, тоді як для 2013–2022 рр. – уже його стрімке зростання.

Зазначене свідчить про необхідність дослідження стану дефіциту державного бюджету в рамках послідовності ковзних п'ятирічних періодів (табл. 5.8).

Варіант 2. Оцінювання шести п'ятирічних періодів протягом 2013–2022 рр.

Використання для оцінки шести ковзних п'ятирічних періодів дає змогу отримати згладжені статистичні характеристики, які цілком узгоджуються із “сусідніми” статистичними оцінками. Найбільш стабільним і таким, що має найкращі статистичні характеристики, є саме п'ятирічний допандемічний період (2015–2019 рр.). Для цього періоду спостерігаються найнижчі порівняно з іншими періодами показники: варіації (1,34), середніх (2,10), стандартного відхилення (0,54), коефіцієнта варіації (-25,8 %), відносної варіації (-63,6 %) тощо. Нахил тренду (0,17) вказує на по-

Таблиця 5.8

**Статистичні оцінки стану дефіциту державного бюджету
в рамках шести ковзних п'ятирічних періодів, 2013–2022 рр.**

Період	max за період	min за період	max-min	<i>a</i>	<i>s</i>	<i>s/a</i> , %	(max- min)/ <i>a</i> , %	R ²	Нахил тренду	Прогноз на 2022 р.
2013– 2017	-1,6061	-4,9185	3,3124	-3,1982	1,3714	-42,88	-103,57	0,7007	0,7260	-1,0203
2014– 2018	-1,6061	-4,9185	3,3124	-2,6812	1,3632	-50,84	-123,54	0,6923	0,7174	-0,5290
2015– 2019	-1,6061	-2,9455	1,3394	-2,1047	0,5436	-25,83	-63,64	0,2594	0,1751	-1,5794
2016– 2020	-1,6061	-5,1542	3,5481	-2,6813	1,4825	-55,29	-132,33	0,2673	-0,4848	-4,1356
2017– 2021	-1,6061	-5,1542	3,5481	-2,8206	1,5450	-54,77	-125,79	0,5989	-0,7562	-5,0892
2018– 2022	-1,6642	-17,6240	15,9598	-6,0242	6,6313	-110,08	-264,93	0,6390	-3,3525	-16,0818
max значення	-1,6061	-2,9455	15,9598	-2,1047	6,6313	-25,83	-63,64	0,7007	0,7260	-0,5290
min значення	-1,6642	-17,6240	1,3394	-6,0242	0,5436	-110,08	-264,93	0,2594	-3,3525	-16,0818

Складено автором.

вільну тенденцію зменшення дефіциту державного бюджету. Інші п'ятирічні періоди більше пов'язані з кризовими подіями, а саме початком російської агресії (припадає на 2013–2015 рр.) та початком і розгортанням коронакризи (2020–2022 рр.), й тому мають дещо гірші відповідні статистичні оцінки. Найпоказовішим у цьому розумінні є нахил лінійного тренду. Для періодів 2013–2017 та 2014–2018 рр. він має дорівнює відповідно 0,72 і 0,71, що вказує на стійку тенденцію зменшення дефіциту державного бюджету; для періодів 2016–2020, 2017–2021 та 2018–2022 рр., навпаки, простежується тенденція зростання дефіциту бюджету, яка для останнього періоду набуває найбільшого від'ємного кута нахилу (-3,35). Аналогічні зміни статистичних характеристик притаманні й іншим показникам (середньому, варіації, стандартним відхилення тощо). Підсумовуючи, слід зазначити таке. Волатильність дефіциту бюджету можна досліджувати: *візуально* – на основі графіків і зміни показників щодо попереднього періоду; *за допомогою статистичних характеристик* (варіації, коефіцієнта варіації, стандартного відхилення та ін.).

Складну динаміку статистичних даних дефіциту бюджету, що характеризується різними кризовими періодами, включаючи період стабільності, доцільно досліджувати за допомогою ковзних рядів даних.

Висновки до розділу 5

Структура державного боргу України вже тривалий час демонструє високий рівень валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу. Валові потреби в позиковому фінансуванні уряду України у 2022 р. сягали 25,1 % ВВП, що істотно перевищує критичний рівень у 15 %. А частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила менше 1/3 загальної суми боргу. Це сигналізує про можливість боргових ускладнень у разі різкої девальвації гривні чи втрати доступу до зовнішніх джерел фінансування.

Фіскальна політика Україна була позбавлена антициклічних властивостей до 2020 р. і мала проциклічний характер у 2014–2018 рр. Чітко виражених антициклічних властивостей вона набула тільки у 2020 р., під час пандемії, а надалі була помірно рестриктивною. Ситуація знову змінилась у 2022 р., із початком збройної агресії рф, що призвела до драматичного зниження рівня економічної активності. Проте фіскальна політика в цей період знову стала експансивною, підтримавши військово-промислову сферу та сферу соціальних послуг в Україні. Таким чином, чітко виражені антициклічні властивості фіскальна політика України мала впродовж 2020–2023 рр. Упродовж 2013–2022 рр. державний бюджет України був дефіцитним. Найбільші обсяги дефіциту пов'язані з активним впливом держави на кризові суспільно-економічні виклики, спричинені початком російського вторгнення в Україну у 2014–2015 рр., початком пандемії COVID-19 у 2020 р., повномасштабним вторгненням рф у 2022 р. Слід виокремити порівняно стабільний період 2015–2019 рр., протягом якого дефіцит держбюджету поступово зменшувався. Зміни може бути оцінено візуально, за допомогою трендів, статистичних оцінок, які ідентифікують волатильність дефіциту бюджету. Охарактеризувати зміни дефіциту державного бюджету доцільно на основі статистичних оцінок послідовних ковзних п'ятирічних періодів.

Управління дефіцитом держбюджету вимагає ретельної стратегії й застосування різноманітних методів і системних підходів, що відповідатимуть сучасній практиці публічних фінансів. Для покриття дефіциту бюджету в умовах війни необхідні внутрішні заходи та реформи, спрямовані на забезпечення стійкості фінансової системи країни й оптимізацію витрат. Серед таких заходів – реформування бюджетної системи; оптимізація витрат, включаючи розгляд програм і проєктів для ефективнішого використання бюджетних коштів; пошук нових джерел доходів, зокрема розширення бази оподаткування та підвищення ефективності податкової системи, що може забезпечити надходження додаткових коштів до бюджету; підвищення фінансової транспарентності; стимулювання інвестицій; співпраця з міжнародними партнерами; бюджетна консолідація; боротьба з корупцією; поліпшення умов для підприємництва; досягнення низького й стабільного рівня інфляції; розширення бази оподаткування; прискорення процесу приватизації державних підприємств тощо. Усі ці заходи в комплексі можуть допомогти забезпечити фінансову стійкість та покриття дефіциту бюджету в умовах воєнного конфлікту.

Варто наголосити, що в сучасних умовах у нашій країні практика збалансованого бюджету на щорічній основі є практично недосяжною через обмеженість фінансових ресурсів. Фінансування державних операцій у дефіцитному режимі повинне бути спрямоване на сприяння подальшому розвитку, а не використовуватися виключно для поточних витрат. На нашу думку, лише ефективне управління дефіцитом державного бюджету й розумна боргова політика можуть створити міцний фундамент для безперервного економічного зростання та проведення глибоких структурних і соціально-економічних перетворень в Україні.

Дефіцит державного бюджету є наслідком незадовільного стану державних фінансів та поточної економічної ситуації в країні. Початок російської агресії проти України у 2014–2015 рр., пандемії COVID-19 у 2020 р. і повномасштабного вторгнення росії в Україну у 2022 р. позначився зростанням дефіциту держбюджету у 2013–2022 рр. Значна волатильність дефіциту державного бюджету впродовж 2019–2022 рр. зумовлена початком пандемії COVID-19 у 2020 р., певним відновленням (адаптацією) економіки (й держбюджету) у 2021 р. та великим зростанням дефіциту бюджету у 2022 р., із початком повномасштабної агресії РФ проти України й одночасним продовженням заходів протидії пандемії.

■ Розділ 6

АНАЛІЗ СТАНУ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ В ПЕРІОД ДО ПАНДЕМІЇ COVID-19 ТА ПІД ЧАС ЇЇ РОЗГОРТАННЯ

Наприкінці 2019 р. світова економіка зіткнулася з масштабними проблемами, пов'язаними з COVID-19. Всесвітня організація охорони здоров'я (ВООЗ) офіційно підтвердила неконтрольоване поширення вірусу по всьому світу, що означало виникнення пандемії глобального характеру. Усі країни змушені були запровадити жорсткий локдаун. Пандемія стала безпрецедентним викликом як для охорони здоров'я, так і для економічної політики. Адже політика, спрямована на пом'якшення поширення хвороби шляхом уведення різних форм карантину чи ізоляції, має переважно негативні наслідки для економічної діяльності. Крім того, уряди багатьох розвинутих ринкових економік і країн, що розвиваються, застосовували фіскальні стимули небаченого масштабу для запобігання втраті виробничого потенціалу, хвилі банкрутств, фінансовій нестабільності та посиленню економічної нерівності. На наш погляд, досягти позитивного ефекту вдалося великою мірою завдяки підтримці таких зусиль надзвичайно м'якою монетарною політикою, яка передбачала різке зниження номінальних процентних ставок та масштабну купівлю державного боргу центральними банками. Очевидно, ці дії були вкрай необхідні, оскільки допомогли уникнути повного колапсу економічної системи. Однак їх прямий і опосередкований вплив на сукупний попит, а отже, на інтенсивність взаємодії економічних суб'єктів може також певною мірою позначитися на динаміці пандемії.

Наш аналіз охоплює банківський сектор, що відповідно до Класифікації інституційних секторів економіки України (KICE)¹ включає НБУ, державні корпорації, які приймають депозити, приватні корпорації, що приймають депозити, і корпорації під іноземним контролем, які приймають депозити.

¹ Класифікація інституційних секторів економіки України : затв. наказом Державної служби статистики України від 03.12.2014 № 378. URL: https://ukrstat.gov.ua/klasf/st_kls/op_kise_2016.htm.

6.1. Оцінка стану банківської системи України в період до пандемії COVID-19 та під час її активної фази

Відповідно до KICE банківська система є складним, відносно автономним, законодавчо визначеним і структурно організованим господарським організмом. Вона забезпечує функціонування грошового ринку та економіки загалом. Фінансовий стан банківської системи впливає на монетарну безпеку держави та її економічний суверенітет. НБУ є центральним банком країни та її емісійним центром. Типовою реакцією центрального банку є монетарне стимулювання, здатне мінімізувати падіння економічної активності. Однак під час пандемії підтримка розширення сукупного попиту може виявитися контрпродуктивною, оскільки рецесія великою мірою відображає зниження економічної активності. Це є наслідком дій економічних суб'єктів, які прагнуть зменшити ризик підхопити хворобу, а також політиків, котрі запроваджують карантинні та інші заходи для стримування поширення вірусу. Таким чином, оптимальне управління сукупним попитом спрямоване на пошук компромісу між усуненням зовнішніх ефектів сукупного попиту через номінальну жорсткість процентної ставки, яка зазвичай потребує політичного стимулювання під час рецесії, та неспроможністю суб'єктів ринку зрозуміти вплив своїх дій на пандемію, що може свідчити про протилежну реакцію (Bullard, 2020).

Наше дослідження структуровано в часі на допандемічний період (2019 р.), період розгортання пандемії (2020–2021 рр.) та період скасування карантину й більшості обмежень (2022 р.). Динаміка грошової маси протягом 2019–2022 рр. показує кругообіг грошей банківської системи. За допомогою цього показника формується чітке уявлення про стан справ на вітчизняному грошово-кредитному ринку (табл. 6.1).

Основні показники грошової маси за 2019–2022 рр., наведені в табл. 6.1, свідчать про мінливість грошових процесів. Зокрема, у період розгортання пандемії (2020–2021 рр.) простежується тенденція підвищення цих показників. Аналіз даних таблиці показав, що сума готівкових грошей, які перебувають в обігу, у 2022 р. порівняно з 2019 р. зросла більше ніж у 1,5 раза (на 176,6 %). Це свідчить про зростання популярності агрегату M0 серед населення напередодні пандемії, що відображає позитивну динаміку готівкових коштів поза банками в період розгортання пандемії. Зазначене пояснюється універсальністю готівки як засобу обігу, легкістю використання й можливими перебоями в роботі банківської системи. Цей показник не є якісним для економіки, оскільки великий обсяг готівки в населення свідчить про високий рівень тіньової економіки.

Частина грошової маси, що використовується для розвитку економіки, відображається через агрегат M1. Його динаміка є позитивною та відображає стрімке зростання M1 упродовж усіх трьох періодів (допандемічного, розгортання пандемії та скасування карантину й більшості обмежень) на 219,3 %. Це дає можливість банківській системі використовувати гроші на депозитних рахунках у національній валюті як кредитний ресурс.

Таблиця 6.1.

Динаміка показників грошової маси в Україні у 2019–2022 рр.

Показники	2019	2020	2021	2022	Відхилення, 2022/2019	
					Сума, млрд грн	Зміна, %
Грошові агрегати, млрд грн:						
М0	359,46	516,084	581,01	634,71	275,25	176,6
М1	697,533	1 050,05	1 281,238	1 530,0	832,467	219,3
М2	1 329,0	1 847,36	2 069,606	2 500,502	1 171,502	188,1
М3	1 331,786	1 850,0	2 071,358	2 501,621	1 169,835	187,8
ВВП, млрд грн	3 675,728	4 222,026	5 450,84	5 191,028	1 515,3	141,2
Грошова база (ГБ), млрд грн	477,49	595,986	662,499	792,348	314,858	165,9
Індекс споживчих цін, %	104,1	105	110	126,6	–	22,5 п
<i>Коефіцієнт монетизації, %</i>						
М2/ВВП	36,16	43,76	37,97	48,17	–	133,2 п
М3/ВВП	36,23	43,8	38,0	48,19	–	133,0 п
<i>Швидкість обігу грошей</i>						
ВВП/М3	2,76	2,28	2,63	2,08	–	75,4
<i>Грошово-кредитний мультиплікатор</i>						
М3/ГБ	2,79	3,1	3,1	3,16	–	1,13

Розраховано та складено за даними Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/ua/files/3.1-Monetaty_Statistics.xls.

Приріст монетарного агрегату М2 протягом усіх трьох періодів сягнув 188,1 %, що фактично дорівнює приросту агрегату М3 за період 2019–2022 рр. (187,8%). Слід зазначити, що під час активної фази пандемії (2020–2022 рр.) грошова маса за М2 практично дорівнювала величині М3. Це вказує на нерозвиненість вітчизняного ринку цінних паперів. На кінець 2022 р. різниця між М3 і М2 становила лише 1,119 млрд грн.

Таким чином, за умови зменшення частки грошового агрегату М1, абсолютне зростання широких грошей в економіці відбувалося шляхом збільшення безготівкових грошей на рахунках клієнтів у банках у національній та іноземній валютах. Як бачимо, під час активної фази пандемії грошові агрегати зростали в симетричних пропорціях, примножуючи загальний обсяг грошової маси. Отже, у період коронакризи грошовий обіг в Україні за грошовими агрегатами змінювався залежно від ситуативних чинників, пов'язаних із динамікою захворювань, а також у результаті активного втручання НБУ в грошові процеси.

Показник грошової бази визначається як сума запасів усієї готівки, яка перебуває в обігу поза банківською системою та в касах банків, а також обсяг резервів комерційних банків на їхніх кореспондентських рахунках у центральному банку. Цей

показник теж перебував у тренді зростання та за досліджуваний період збільшився на 314,858 млрд грн (на 165,9 %). Зростання грошової бази загалом відбувається завдяки випуску коштів в обіг за рахунок купівлі іноземної валюти.

Важливим макроекономічним показником є коефіцієнт монетизації. Під час активної фази пандемії він знизився з 43,76 % у 2020 р. до 37,97 % на кінець 2021 р. Динаміку коефіцієнта монетизації визначає попит на гроші, який, у свою чергу, залежить від ступеня довіри економічних суб'єктів до національної грошової одиниці. Чим вищим є рівень монетизації економіки, тим більшим, за інших рівних умов, буде попит на гроші. З табл. 6.1 бачимо, що у 2019–2022 рр. коефіцієнт монетизації в Україні був досить низьким (від 36,23 до 48,19 %), якщо порівнювати з іншими країнами, що розвиваються. Так, у Болгарії коефіцієнт монетизації в цей період сягав 85 %, в Албанії – 77, у Хорватії – 74, у Польщі – 68 %. Низька монетизація впродовж 2019–2022 рр. є одним із факторів повільної динаміки й адаптивності національної економіки, адже достатня забезпеченість грошима належить до основних умов економічного зростання.

Порівнюючи період розгортання пандемії з допандемічним періодом, варто зауважити, що у 2019 р. забезпеченість економіки грошовою масою була істотно нижчою – 36,23 %. Проте у 2022 р., з огляду на коефіцієнт монетизації (48,19 %), попит на гроші в Україні підвищився.

Показник швидкості обігу грошей характеризує інтенсивність їх використання для оплати за товари й послуги. Від того, як змінюється швидкість обігу грошей, залежить їх пропозиція в обігу, що, у свою чергу, впливає на витрати обігу та величину споживання. Нормативне значення цього показника вважається прийнятним за умови, коли кожна грошова одиниця, яка перебуває в обігу, здійснює хоча б два обороти за рік. Дані табл. 6.1 свідчать, що показник швидкості обігу грошей у допандемічний період дорівнював 2,76. Після скасування карантину й більшості обмежень у 2022 р. він дещо знизився, до 2,08, але досі перевищує нормативне значення.

Індекс споживчих цін (ICP) у 2021 р. збільшився на 5,9 в. п. порівняно з 2019 р. У цілому Національний банк України чітко дотримувався інфляційної цілі, хоча ефект перенесення глобальної інфляції на внутрішні ціни зумовив тенденцію зростання інфляції.

Грошово-кредитний мультиплікатор є важливим показником грошового обігу. За його допомогою визначається здатність банківської системи на основі грошової бази збільшувати грошову масу в обігу. Кількісно грошово-кредитний мультиплікатор обчислюється як відношення грошової маси (М3) до грошової бази за певний період. Таким чином він дає змогу побачити зв'язок між грошовою базою та грошовою масою, тобто як і наскільки зміна грошової бази впливає на мультиплікацію грошової маси. Упродовж 2019–2022 рр. грошово-кредитний мультиплікатор був порівняно стабільним. Згідно з розрахунками, за останніх два роки спостерігалось незначне зростання цього показника, з 3,1 до 3,16. Це свідчить про послідовну й виважену політику Національного банку України стосовно контролю над грошовою масою.

Використовуючи дані табл. 6.1, визначимо частки кожного агрегату в загальній структурі грошової маси (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

Структура грошових агрегатів у грошовій масі протягом 2019–2022 рр., %

Рік	Грошові агрегати				
	M3	M3 – M2	M2 – M1	M1 – M0	M0
2019	100	0,21	47,51	48,47	26,99
2020	100	0,14	43,15	50,85	27,9
2021	100	0,08	38,09	54,65	28,05
2022	100	0,04	38,81	58,52	25,37

Примітка. M0 – готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями; M1 – M0 та переказні депозити в національній валюті; M2 – M1 і переказні депозити в іноземній валюті та інші депозити; M3 – M2 і цінні папери, крім акцій.

Розраховано та складено за даними табл. 6.1.

Аналіз структури грошових агрегатів України (рис. 6.1) вказує на високу частку готівки (M0) у структурі грошової маси. Значення M2 традиційно наближається до 100 %. Така велика частка M0 у структурі грошової маси означає, що попит населення на готівку залишається високим. Особливістю грошового обігу в Україні є обіг іноземної валюти поряд із національною валютою, особливо в тіньовій економіці. Враховуючи ситуацію в національній економіці, можна виокремити такі негативні наслідки доларизації¹: паралельний обіг декількох валют; зростання тіньового сектору, який обслуговує іноземна готівкова валюта; зменшення можливостей монетарної політики та посилення залежності від політики країни-емітента валюти; підвищення волатильності валютного курсу. Зменшенню готівки в обігу сприятиме розширення безготівкових розрахунків і звуження тіньової економіки.

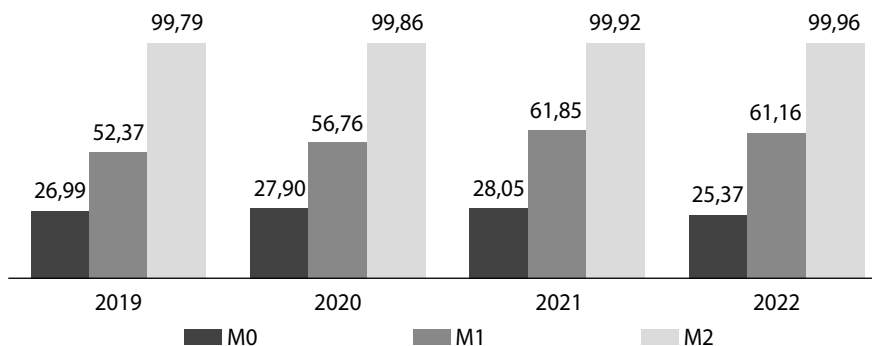


Рис. 6.1. Динаміка структури грошових агрегатів, %

Розраховано та побудовано за даними Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/ua/files/3.1-Monetaty_Statistics.xls.

¹ Діагностика доларизації економіки України та шляхи зниження її рівня : наук. робота / КНТЕУ. URL: <https://knute.edu.ua/file/NjY4NQ==/feba267d1c564db8206d7f6b9f3a7a6d.pdf>.

6.2. Банківська система єврозони в період пандемії COVID-19

Як свідчить статистика, у 2020 р. нефінансові компанії єврозони акумулювали депозити на суму 518 млрд євро, у т. ч. 445 млрд євро за I–III кв. Це відповідало збільшенню грошової маси приблизно на 20 % за рік (порівняно із 6 % у 2019 р.). І це попри те, що діяльність багатьох компаній у 2020 р. уповільнилася або повністю припинилася на кілька місяців, що могло призвести до більшого залучення власних грошових резервів. Однак ці резерви були підкріплені різними схемами державної допомоги. Домогосподарства також наростили свої ліквідні заощадження у 2020 р., на 607 млрд євро, у т. ч. 423 млрд євро за I–III кв.

Починаючи з 2016 р., внесок Франції у збільшення МЗ єврозони зростав швидше, ніж у середньому по ЄС. Зокрема, у 2020 р. цей розрив у середньому перевищував 3,3 в. п. Внесок Франції був зумовлений депозитами овернайт домогосподарств і рахунками Livret A¹ (+150 млрд євро), а також депозитами NFC² (+167 млрд євро). Цей потік у розмірі 317 млрд євро становив 28 % загальних потоків депозитів овернайт та еквівалентних депозитів єврозони (1 116 млрд євро) і 20 % потоку МЗ за період (1 589 млрд євро). Значна частина такого накопичення депозитів походить від фінансових заощаджень, тобто надлишкового наявного доходу, що залишається в домогосподарств після витрат на споживання й інвестицій у нерухомість. Отже, чисті фінансові активи домогосподарств зросли на 115 млрд євро у 2020 р., що є відображенням обмежувального впливу заходів щодо споживання, пов'язаних зі збереженням здоров'я (закриття ресторанів і магазинів, призупинення поїздок тощо). Про позитивний вплив на доходи домогосподарств свідчать заходи, запроваджені французьким урядом, наприклад допомога компаніям у підтримці соціальних виплат та заробітної плати, включаючи схему збереження робочих місць і цільове фінансування із фонду солідарності.

Окрім позик на ринкових умовах, у 2020 р. нефінансовим корпораціям (НФК) було надано понад 130 млрд євро державних кредитів на пільгових умовах. Загалом французькі кредитно-фінансові інституції (КФІ) зробили вагомий внесок у монетарну динаміку єврозони: 42 % кредитних потоків приватному сектору єврозони та 22 % кредитів уряду (для порівняння: на Францію припадає 20 % ВВП єврозони).

Депозити домогосподарств і НФК, на які припадає 70 % зростання МЗ у 2020 р. (рис. 6.2), зросли на 1125 млрд євро порівняно із середньорічним зростанням у 407 млрд євро за 2015–2019 рр., що дорівнює додатковим депозитам у розмірі близько 700 млрд євро.

Зіткнувшись зі спадом економічної активності, уряди країн єврозони запровадили величезні фінансові пакети, включаючи трансферти домогосподарствам і

¹ Livret A – ощадний рахунок, умови за яким регулюються державою. Ставка за ним завжди була вищою, ніж за звичайними депозитами, та з 1 серпня 2025 р. становила 0,75 %. Однак з 1 лютого 2020 р. її було знижено до 0,5 %.

² Livret A – ощадний рахунок, умови за яким регулюються державою. Ставка за ним завжди була вищою, ніж за звичайними депозитами, та з 1 серпня 2025 р. становила 0,75 %. Однак з 1 лютого 2020 р. її було знижено до 0,5 %.

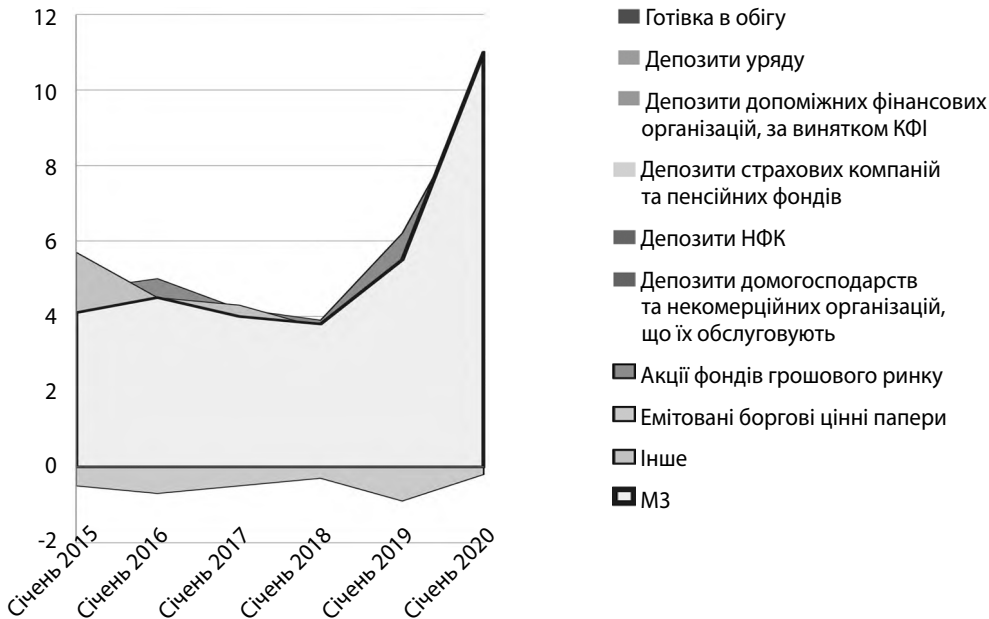


Рис. 6.2. Динаміка та структура грошового агрегату МЗ у Франції, %

Примітка. Усі включені тут зобов'язання, наприклад операції репо, боргові цінні папери, є компонентами МЗ.

Побудовано за: SDW, monetary statistics / European Central Bank. URL: <https://ecb.europa.ua/>.

компаніям, зокрема через схеми збереження робочих місць, бізнес-субсидій й соціальні пільги (Haroutunian, Osterloh, & Sławińska, 2021), а також відстрочення сплати податків. Загальна сума державних трансфертів у 2020 р. за вирахуванням податків, отриманих домогосподарствами та компаніями, перевищила 500 млрд євро¹.

Ці трансферти разом із різким зниженням податкових надходжень призвели до помітного збільшення фіскального дефіциту єврозони, до 7,2 % ВВП у 2020 р. (порівняно з 0,6 % ВВП у 2019 р.), що стало причиною значної емісії державних облігацій. Більшість цих облігацій було придбано КФІ, зокрема євросистемою (табл. 6.3), що призвело до накопичення грошей КФІ (рис. 6.3). Отже, масова купівля КФІ державних цінних паперів стала основним джерелом зростання МЗ в зоні євро.

Джерела створення грошей можна проаналізувати, розглянувши баланси банківського й нефінансового секторів. У наведеному прикладі (рис. 6.3) основними активами банківської системи є кредити та цінні папери. Депозити нефінансового сектору є основною відповідальністю банків. І, навпаки, нефінансовий сектор здебільшого тримає банківські депозити та має кредити перед банківським сектором.

¹ The increase in the money supply during the Covid crisis: analysis and implications. *Bulletin de la Banque de France*. 2022. No. 239/2. January-February. URL : https://www.banque-france.fr/index.php/system/files/2023-03/821421_bdf239-2_en_augmentation_vfinale.pdf.

Таблиця 6.3

**Обсяги придбання цінних паперів кредитно-фінансовими установами
в єврозоні у 2020 р., млрд євро**

Показники	Сума
КФІ, усього	1 063
Комерційні банки	319
Центральний банк (євросистема)	744
Приріст державного боргу	1037
За рахунок депозитів центробанку	538
За рахунок державних трансфертів	499

Складено за: Євросистема, баланс КФІ. URL: <https://ecb.europa.ua/>.

Активи та пасиви банку		Активи та пасиви нефінансового сектору	
Цінні папери	Депозити	Депозити	Позики
Позики			Чистий капітал
	Власний капітал		

**Рис. 6.3. Активи та пасиви банківської системи та нефінансового сектору
(початкова ситуація)**

Побудовано за: Євросистема, баланс КФІ. URL: <https://ecb.europa.ua/>.

На рис. 6.4 наведено баланси банків, коли їхні рішення відображають придбання додаткових цінних паперів (фіолетова зона) та надання більше кредитів (зелена зона). Таким чином, додаткове кредитування з боку банківського сектору призводить до додаткових депозитів, оскільки надання позики супроводжується зарахуванням коштів на рахунок позичальника.

У ситуації, коли банк купує суверенну облігацію, відбувається така грошова трансмісія (див. рис. 6.4):

- 1) купівля облігації комерційним банком під час емісії боргу казначейством;
- 2) цільова виплата за програмою уряду позичених коштів на депозитні рахунки домогосподарств у банках.

Лише під час другого етапу емісії зростуть депозити нефінансового сектору, а отже, агрегат МЗ. На цьому етапі, що стосується консолідованого балансу банківського сектору, не робиться різниці між центральним і комерційними банками¹. Якщо

¹ Слід зауважити, що учасники євросистеми (ЄЦБ і 19 центральних банків країн єврозони) мають право купувати облігації лише на вторинному ринку, тобто в приватних інвесторів. Вторинний ринок відрізняється від первинного тим, що на ньому відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів.

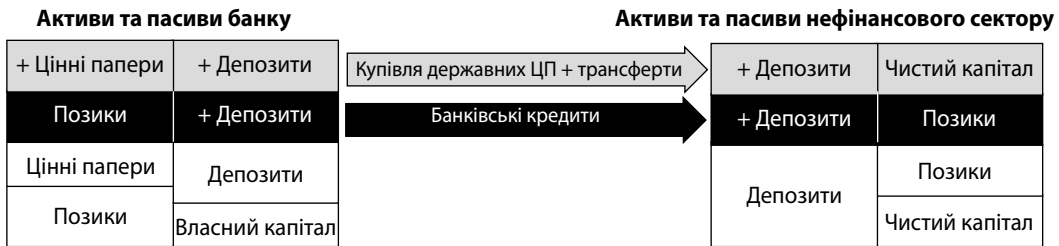


Рис. 6.4. Активи та пасиви банківської системи й нефінансового сектору після купівлі банками державних цінних паперів і надання додаткових кредитів

Побудовано за: Євросистема, баланс КФІ. URL: <https://ecb.europa.ua/>.

центрального банку купує державні облігації в комерційних банків, депозити останніх збільшуються, й навпаки.

Розглядаючи складові МЗ (по суті, зміни в статтях балансу КФІ, які формують структуру зростання грошової маси), доходимо висновку, що виняткове збільшення пропозиції грошей у 2020 р. можна пояснити переважно масовою купівлею державних цінних паперів КФІ. Річні потоки кредитів уряду як частка ВВП досягли найвищого рівня з моменту створення зони євро. Кредитування економіки також різко зросло, зокрема через розширення кредитування НФК, головним чином у формі позик, забезпечених урядом. Такий стан економіки відрізняється від ситуації 2016 р., коли кредити уряду також зросли після Програми закупівель у державному секторі центрального банку (PSPP)¹, але без значного збільшення обсягу державного боргу. Тоді КФІ купували державні цінні папери переважно в нерезидентів (Koijen et al., 2017), що призводило до погіршення чистих зовнішніх активів без жодного впливу на агрегат МЗ. У 2020 р., навпаки, відбулися неістотні зміни в зовнішньому секторі, оскільки більшість державних цінних паперів, придбаних КФІ, були нещодавно емітованими цінними паперами (Sirello, 2020). Подібний епізод із різким зростанням як державного боргу, так і аналогічного “кредиту загальному уряду” мав місце у 2009–2010 рр., після глобальної фінансової кризи. Однак у той час агрегат МЗ практично не змінився, оскільки банки нарощували випуск довгострокових цінних паперів, які не є частиною МЗ.

У сучасних умовах постає питання, чому домогосподарства та НФК не зменшили свої депозити, купуючи страхові продукти чи державні цінні папери. Відповідь на нього полягає в такому. У стандартних моделях фінансових інвестицій домогосподарств передбачається, що ліквідні депозити (включені в МЗ) приносять дохід за нижчою процентною ставкою (часто нульовою) порівняно з прибутком на інші фінансові чи реальні активи. На сьогодні в зоні євро частина безризикових активів обліковується за від’ємними процентними ставками, а крива дохідності за ними є досить плоскою. Відповідно, зберігання ліквідних депозитів не передбачає великих втрат (або високих альтернативних витрат) для домогосподарств. Тому вони вважають за краще в період невизначеності зберігати свої накопичення у формі вкладів.

¹ PSPP (Public Sector Purchase Programme) – Програма закупівель у державному секторі.

Розглянемо динаміку монетарних агрегатів єврозони та з'ясуємо основні причини змін у структурі грошової маси в кризовий період. Як свідчить статистика, монетарна динаміка в єврозоні у 2020 р. переважно сприяла фіскальній відповіді на кризу COVID-19, якій також сприяли масштабні купівлі державних боргових цінних паперів КФІ, зокрема центробанками. Унікальність цього періоду підкреслюється подальшою тенденцією нормалізації, котра окреслилася на початку 2021 р., оскільки річні темпи зростання агрегату М2 в єврозоні знизилися приблизно до 7 % у грудні 2021 р. (Kaplan, Moll, & Violante, 2020).

У період між 2019 і 2020 рр. темпи зростання грошової маси (М3) в єврозоні помітно підвищилися – з 5 до майже 12 % (на 7 в. п.), що відповідає річному потоку в 1 589 млрд євро. Це зростання протягом одного року було найшвидшим за всю історію існування євро. Ще помітніша динаміка спостерігалась у США, де темпи зростання М2 підвищилися з 5 до 25 %, тобто на 20 в. п. (рис. 6.5). Такі постійні темпи зростання грошей викликали занепокоєння серед економістів щодо можливого інфляційного тиску¹.

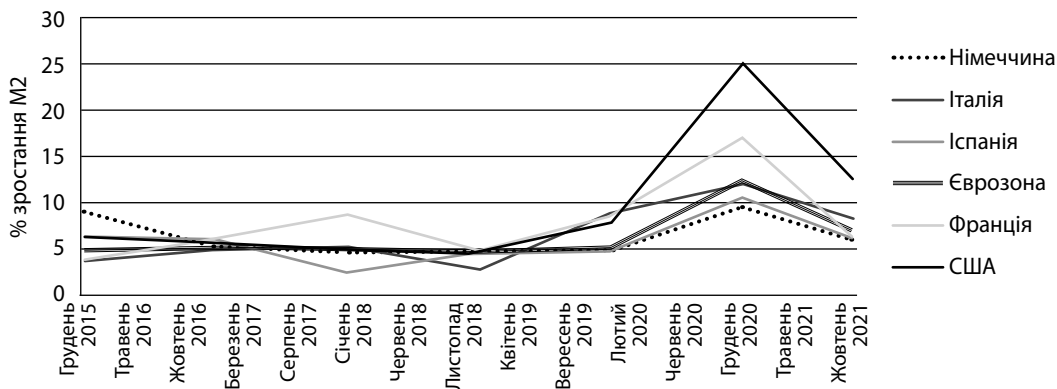


Рис. 6.5. Динаміка грошового агрегату М3 країн Єврозони та США, % зростання

Примітка. Дані по США відображають динаміку агрегату М2, оскільки ФРС у 2006 р. припинила публікувати дані щодо агрегату М3.

Побудовано за: Increase in the Money Supply during the Covid Crisis: Analysis and Implications. Bulletin de la Banque de France. 239/2. January-February 2022.

Різке зростання грошових агрегатів Єврозони спричинене переважно масовими купівлями державного боргу КФІ. Значне зростання депозитів домогосподарств і НФК призвело до збільшення грошової маси.

У зоні євро грошова маса (або широкі гроші) визначається як сума всіх банкнот та монет, депозитів і короткострокових боргових цінних паперів, акцій/паїв фондів грошового ринку, якими володіють агенти-резиденти, крім МФО та уряду². Грошова

¹ На думку фахівців корпорації Morgan Stanley, "ФРС може не контролювати зростання грошової маси, що означає, що вони також не зможуть контролювати інфляцію, якщо вона розпочнеться".

² Домогосподарства, НФК, органи державного управління, за винятком уряду, страхові компанії та пенсійні фонди, установи негрошового ринку та інші фінансові корпорації, не пов'язані з міжнародними фінансовими організаціями.

маса відображається в пасиві балансу КФІ. Найбільше за останній період в єврозоні збільшилися депозити НФК. У 2020 р. темпи зростання депозитів були переважно однаковими в країнах єврозони, за винятком Франції, де вони були набагато вищими, повторюючи модель 2017 р.

6.3. Фінансовий стан банківської системи України напередодні пандемії COVID-19

На момент виникнення пандемії коронавірусу банківський сектор України пережив серію системних криз, включаючи відголоски глобальної фінансової кризи 2008 р. та пертурбації 2013–2015 рр., коли відбулося найбільше очищення системи від слабких і занадто ризикових установ.

Фінансовий стан комерційних банків традиційно характеризується за комплексом параметрів, як-от: капіталізація, ліквідність, ресурсна база, якість активів та прибутковість. Окремі параметри регламентує орган нагляду й регулювання – Національний банк України, вимагаючи дотримання нормативів капіталізації, ліквідності, кредитного ризику та валютної позиції.

За нормальних економічних умов стійкість банків до системних потрясінь перевіряється шляхом щорічного стрес-тесту (діагностики). Щороку, починаючи з 2018 р., НБУ проводить оцінку стійкості банків, що передбачає оцінку якості активів, а для найбільших банків ще й стрес-тестування. Результати такої оцінки в розрізі банків оприлюднюються наприкінці кожного року. Мета стрес-тестування – оцінити, наскільки конкретний банк або банківська система в цілому є стійкими до “виняткових, але ймовірних шоків” (Čihák, 2014). НБУ розглядає стрес-тестування як метод кількісної оцінки ризику в нагляді за банками. Він визначає розміри незакритих позицій, що робить банк вразливим до ризику збитків. Для аналізу чутливості прибутку й капіталу банку до ризиків обрано припущення коливання валютного курсу, процентної ставки та рівня дефолтів за кредитами. Такі припущення спираються на історичні прецеденти чи гіпотетичні сценарії розвитку подій. Стрес-тестування є популярним інструментом у практиці банків і органів регулювання для оцінки фінансових та операційного ризику. НБУ робить акцент на кредитному, валютному, процентному ризиках, ризику ліквідності й ризику знецінення вартості активів банку.

При цьому слід урахувати, що стрес-тести мають кілька недоліків, які обмежують їх корисність. По-перше, сценарії шоків, котрі розробляє регулятор, можуть посылати негативні сигнали учасникам ринку, особливо коли припущення матеріалізуються (з цього приводу поширена думка про “пророцтва, які збуваються”). По-друге, стрес-тест може бути занадто нереалістичним, тобто драматизувати ситуацію там, де для цього немає підстав, або навпаки створювати відчуття комфорту, заспокоєння в керівників банку й наглядовців через використання помірних змін у факторах. По-третє, для України стрес уже набуває характеру хронічного явища, стає реальністю, якщо розглядати шоки від пандемії та воєнного конфлікту, а використані регулятором припущення на практиці далекі від реальності. По-чет-

верте, за нормальних умов стрес-тести проводяться регулятором на початку року за результатами звітного року, при цьому як база використовується звітність банку за попередні роки, що за динамічних змін знецінює результати діагностики¹. Вос-танне стрес-тестування українські банки проходили у 2021 р. У 2020 р. цю про-цедуру було скасовано через пандемію та локдаун, а в 2022 р. – через воєнний стан.

Слід нагадати, що в багатьох банках служба управління ризиками самостійно про-водить стрес-тести на регулярній основі, принаймні щомісяця, але переважно для ри-зику ліквідності (найпопулярніший сценарій – вилучення коштів клієнтів). Головне не результати тесту, а розроблення пакета адекватних заходів із нейтралізації наслідків. Наприклад, у багатьох випадках у разі напруги з ліквідністю банки покладаються на допомогу ключових вкладників (клієнтів), акціонерів і центрального банку, а іноді – інших банків. Серед популярних заходів – продаж пакета ОВДП, а потім нерухомості.

За результатами стрес-тестування у 2019 р. (табл. 6.4), регулятор визначав необ-хідний (цільовий) рівень достатності капіталу для банків. На момент публікації звіту НБУ в грудні 2019 р. більшість установ уже вжили заходів зі зниження ризиків або ж наблизилися до цільового рівня достатності капіталу. Для повного виконання вимог за результатами стрес-тесту банки мали час до жовтня 2020 р. Зазвичай банк нарощує капітал за рахунок поточного прибутку та додаткової емісії акцій, також адекватність капіталу можна поліпшити шляхом зменшення знаменника, а саме згортання обя-гів операцій з активами підвищеного ризику. Стрес-тестування у 2019 р. проходили 29 банків, на які припадало загалом понад 90 % активів банківської системи. Регуля-тор виявив, що 11 банків потребували збільшення капіталу для досягнення мінімаль-но необхідного рівня достатності за базовим сценарієм. За несприятливого сценарію капітал 18 банків опускається нижче від граничного рівня, який для нормативу до-статності основного капіталу становив лише 3,5 %, регулятивного – 5 %.

Найгірші результати показали банки з російським капіталом. Це пов'язано зі згор-танням їхньої активності, поганою якістю активів і відсутністю достатніх доходів від основної діяльності. Крім того, погіршилися результати стрес-тестування державних банків, а саме Ощадбанку та Укрексімбанку. Причини полягають у знеціненні застави за непрацюючими кредитами, низькій процентній маржі й слабкій генерації доходів на тлі зростання операційних витрат. В Ощадбанку та Укрексімбанку стрес-тест виявив колосальну потребу в капіталі, яка перевищує необхідну суму капіталу всіх інших бан-ків разом. Разом із тим успішно пройшли стрес-тестування Приватбанк і Укргазбанк: перший консервативно нарощував видачу кредитів, сформував достатні резерви для покриття безнадійних кредитів, а другий активно розвивав кредитування надійних клієнтів під ліквідне забезпечення. Істотно погіршилися результати стрес-тестування роздрібних банків через припущення, що п'ята частина незабезпечених кредитів фі-

¹ Як визнає регулятор, “припускається, що баланс банків є статичним, тобто на нього впливають лише зміна якості активів та зміна обмінного курсу. На практиці ж окремі банки зростають досить стрімко, тому їхні поточні баланси вже суттєво відрізняються від балансів на дату стрес-тестування”. (див.: Звіт про стрес-тестування банків у 2019 році / Нац. банк України. 27 груд. 2019 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-stres-testuvannya-bankiv-u-2019-rotsi>).

зичних осіб зазнає дефолту. На наш погляд, таке припущення зроблено регулятором без достатнього наукового обґрунтування.

На практиці стрес матеріалізувався: у 2022–2023 рр. Ощадбанк, Укргазбанк та Укрексімбанк визнали значне погіршення активів і періодично показували збитки.

Таблиця 6.4

Результати оцінки стійкості банків у 2019 р.

Банк	Дані банку на 01.01.2019			Дані за результатами оцінки якості активів та прийнятності забезпечення		За несприятливим сценарієм		Потреба в капіталі**, млн грн
	РК, млн грн	Н2, %	Н3, %	Н2, %	Н3, %	Н2, %	Н3, %	
Ощадбанк	11 600	12,70	8,68	12,64	8,61	-10,83	-10,77	28 245
Приватбанк	17 163	15,42	7,78	15,42	7,78	18,64	9,38	0
Промінвестбанк	2 029	12,76	7,97	12,76	7,97	-17,45	-17,45	6 320
Сбербанк	4 428	19,53	19,05	19,53	19,05	-0,90	-0,90	4 759
Укргазбанк	6 639	14,07	13,20	14,07	13,20	12,16	12,51	0
Укрексімбанк	11 147	12,75	8,31	12,69	8,33	-6,63	-6,62	17 530
Альфа-Банк*	5 864	13,95	8,00	13,95	8,00	7,02	3,51	0
Ідея Банк	606	17,24	8,62	17,24	8,62	24,50	20,24	0
Креді Аґріколь	4 885	19,97	10,67	19,94	10,68	18,46	13,12	0
Кредобанк	1 795	16,72	11,55	16,72	11,55	13,56	12,58	0
ОТП Банк	4 859	19,22	11,96	19,22	11,96	19,87	19,87	0
Прокредит	3 172	18,15	13,25	18,12	13,25	16,63	14,40	0
Райффайзен Банк	10 396	17,57	8,89	17,57	8,89	13,54	12,97	0
УкрСиббанк	6 153	19,66	11,45	19,68	11,46	11,58	10,96	0
Укрсоцбанк*	2 215	16,64	16,44	16,64	16,44	-24,55	-24,48	4 861
Форвард	238	15,79	15,79	15,79	15,79	5,51	5,51	239
Альфа-Банк	560	14,27	7,14	14,27	7,14	4,44	4,39	113
Банк інвестицій та заощаджень	370	11,34	11,34	9,65	9,65	-26,38	-26,38	1 154
Восток	804	11,59	7,65	11,57	7,65	-0,52	-0,52	755
Глобус	286	12,90	8,09	12,35	7,51	-2,94	-2,94	375
Індустріалбанк	890	35,25	35,25	34,63	34,63	21,41	21,41	73
Банк Кредит Дніпро	914	12,41	11,20	6,89	5,56	-23,81	-23,80	3 792
Мегабанк	768	8,83	6,68	7,91	6,36	-15,62	-15,62	2 629

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 6.4

Банк	Дані банку на 01.01.2019			Дані за результатами оцінки якості активів та прийнятності забезпечення		За несприятливим сценарієм		Потреба в капіталі**, млн грн
	РК, млн грн	Н2, %	Н3, %	Н2, %	Н3, %	Н2, %	Н3, %	
МІБ	398	17,16	12,14	13,51	9,05	-9,15	-8,89	355
МТБ	588	19,50	16,94	19,50	16,94	7,33	4,27	305
Південний	2 348	12,11	9,13	12,11	9,13	4,35	3,35	1 736
ПУМБ	5 305	16,11	10,75	16,09	10,75	5,49	4,47	0
Таскомбанк	2 237	15,58	8,74	15,56	8,74	9,21	6,43	111
Універсал Банк	724	12,29	12,29	12,00	12,00	-1,37	-1,37	467

* Укрсоцбанк приєднано до Альфа-банку.

** За результатами оцінки стійкості за несприятливим сценарієм.

Примітка. РК – регулятивний капітал; Н2 – норматив достатності регулятивного капіталу; Н3 – норматив достатності основного капіталу.

Джерело: Звіт про стрес-тестування банків у 2019 році / Нац. банк України. 27 груд. 2019 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-stres-testuvannya-bankiv-u-2019-rotsi>.

Варто зауважити, що Мегабанк систематично мав низький рівень капіталізації, попри участь іноземних акціонерів. На наш погляд, причина полягає в небажанні зарубіжних інвесторів брати на себе ризики, на які наражав банк його основний власник. Керівництво Мегабанку не хотіло визнавати небезпеку кредитування пов'язаних компаній, більшість котрих не провадили реальну господарську діяльність або були хронічно збитковими.

Значного нарощування капіталу потребував Укрсоцбанк, який у 2019 р. було приєднано до Альфа-Банку. Власники Альфа-Банку припустилися стратегічної помилки, намагаючись розширити частку ринку за рахунок поглинання фінансово слабкої установи. У результаті у 2023 р. банк було оголошено неплатоспроможним. Це доводить, що злиття банків в умовах системної кризи може погіршити їх фінансовий стан.

Аналіз дотримання нормативів ліквідності українськими банками показав (табл. 6.5), що абсолютна більшість установ мали надлишкові запаси ліквідності, оскільки утримувалися від активного кредитування, натомість розміщуючи значні кошти в ОВДП і депозитні сертифікати НБУ, які генерували практично однакову з кредитним портфелем дохідність, не вимагаючи при цьому формування резервів, операційних витрат на супровід транзакцій та низькоефективної роботи з проблемними кредитами.

Аналіз прибутковості банків (табл. 6.6) дав змогу побачити, що в більшості з них вона підтримувалася на гранично низькому рівні (прибутковість активів до

Таблиця 6.5

**Виконання економічних нормативів ліквідності українськими банками станом
на 1 січня та 1 лютого 2020 р., %**

Банк	01.01			01.02		
	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті
Граничні значення	>60	>100	>100	>60	>100	>100
Укресімбанк	112	839	568	103	640	507
Промінвестбанк	1 174	532	2 368	2 089	569	37 071
Ощадбанк	80	296	157	82	294	276
Банк Альянс	75	125	370	81	162	190
Райффайзен Банк	82	198	196	86	237	227
Альтбанк	98	273	126	98	489	615
Приватбанк	100	268	308	102	272	236
Полікомбанк	113	183	688	112	316	1 168
Таскомбанк	78	149	370	78	171	288
Фамільний	281	517	168	379	450	497
Кредобанк	70	111	105	70	119	109
АКБ Львів	81	208	223	84	257	349
ОКСІ Банк	102	516	740	106	570	2 570
А-Банк	72	237	253	73	487	388
Індустріалбанк	100	294	184	109	288	117
МТБ Банк	87	208	204	89	216	282
Південний	86	203	254	88	229	214
Полтава-банк	103	352	158	101	706	175
ПУМБ	108	169	185	108	183	162
Банк Грант	121	160	158	133	205	134
Мегабанк	87	155	301	85	115	293
Скай Банк	103	315	887	111	302	1 261
БТА Банк	289	1 712	158	237	1 651	478
АСВІО Банк	99	159	1 892	102	203	554
УкрСиббанк	98	329	257	100	376	347
Ідея Банк	190	318	762	174	509	1 982
Комінвестбанк	61	108	245	61	120	247
Український капітал	78	353	895	70	192	859
Правекс Банк	126	445	839	124	404	869

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 6.5

Банк	01.01			01.02		
	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті
Креді Агріколь	92	177	135	94	184	132
АКБ Аркада	72	137	1 318	74	262	774
МетаБанк	141	242	185	140	348	189
Місто Банк	64	76	385	60	13	66
Юнекс Банк	130	302	626	141	256	867
КІБ	84	380	705	89	295	893
Айбокс Банк	109	219	466	90	189	770
Універсал Банк	101	244	264	100	261	613
Земельний капітал	71	351	3 122	72	289	3 916
Піреус Банк МКБ	112	293	303	108	275	468
Банк Кредит Дніпро	62	151	454	67	174	375
Альфа-Банк	79	255	286	80	267	388
Укргазбанк	85	199	144	87	225	173
Радабанк	97	227	356	95	315	412
Кліринговий Дім	94	164	142	94	189	312
Перший інвестиційний банк	100	266	173	107	243	240
ІНГ Банк Україна	147	329	166	149	357	135
ОТП Банк	105	175	147	105	210	144
Сітібанк	109	260	259	110	251	260
Прокредит Банк	99	209	204	100	265	280
Сбербанк	290	1 566	1 286	287	963	1 213
Восток	93	123	225	94	177	215
Траст-Капітал	307	1 310	1 388	289	1 435	1 035
УБРР	1 865	8 241	124	373	3 450	236
Банк інвестицій та заощаджень	64	178	198	61	257	203
Форвард	76	205	1 623	76	561	1 522
Конкорд	71	195	1 517	71	279	477
Кредит Європа	133	346	125	141	403	238
Кредитвест Банк	141	146	286	138	169	493
Укрбудінвестбанк	80	249	329	79	214	214
Мотор-Банк	125	318	332	129	587	239

Закінчення табл. 6.5

Банк	01.01			01.02		
	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті	Н6	LCR	LCR в іноземній валюті
Глобус	75	183	167	68	255	197
АП Банк	186	405	332	128	285	291
МІБ	78	721	299	79	318	293
Акордбанк	88	287	237	90	344	1 127
Банк 3/4	124	1 483	725	154	842	366
ЄПБ	142	417	471	147	385	117
Дойче Банк ДБУ	115	270	262	114	235	258
СЕБ Банк	155	1 151	828	144	1 098	637
Банк Січ	65	266	265	62	339	482
Альпарі Банк	447	1 560	4 644	262	2 917	1 571
Авангард	103	353	189	106	372	228
Розрахунковий центр*	265	285	140	178	294	1 031
Портал	256	1 152	793	256	947	712
Кристалбанк	93	181	245	94	175	382
РВС Банк	69	102	514	62	194	590

* Банк “Розрахунковий центр” було реорганізовано у 2021 р. у небанківську фінансову установу, що має ліцензію Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку на здійснення клірингової діяльності.

Примітка. Н6 – короткострокова ліквідність; LCR (Liquidity Coverage Ratio) – норматив покриття ліквідності.

Складено за даними наглядової звітності Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

1 %, маржа прибутку менш ніж 5 %), і багато банків зробили “технічний прибуток” тим, що розформували резерви, визнаючи ситуативне поліпшення якості активів. Тому в разі погіршення якості кредитів ці установи визнали збитки, не маючи запасу міцності, буфера прибутку. Віддача операційних витрат є дуже помірною в державних банках та в багатьох банках із місцевим капіталом. Найбільшу дохідність банки забезпечували за кредитними операціями із фізичними особами. Банки із приватним місцевим капіталом залучали ресурси фізичних осіб за підвищеними ставками, тимчасом як банки з державним капіталом використовували свій статус для залучення дешевих депозитів. Дуже низькою є дохідність кредитно-інвестиційних операцій державних банків, особливо Приватбанку, Ощадбанку й Укресімбанку. Усі державні банки, за винятком Приватбанку, мали граничну прибутковість, при цьому всі вони генерували її завдяки портфелю ОВДП. Банки, що

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 6.6

Прибутковість банків за результатами 2019 р., %

Банк	Дохідність активних операцій		Вартість коштів фізичних осіб	Витрати / на резерви / процентні доходи	ОВ/ОД **	Маржа прибутку в доходах	Прибуток на активи
	з юридичними особами	з фізичними особами					
Приватбанк	4	27	11	1	31	68	6
Ощадбанк	8	14	8	-1	99	3	0
Укресімбанк	7	3	8	27	44	1	0
Укргазбанк	12	10	8	5	62	26	1
Розрахунковий центр	15			-2	63	26	4
Державні банки	6	23	10	5	44	49	3
Райффайзен Банк	14	26	10	0	48	43	5
Альфа-Банк	9	15	9	18	65	21	2
Сбербанк	7	2	8	30	57	12	1
УкрСиббанк	12	23	12	6	54	37	5
ОТП Банк	11	19	12	8	37	46	5
Креді Агріколь	14	21	12	-2	46	46	5
Промінвестбанк	3	12		-7	85	20	1
Сітібанк	12	4		-1	9	75	7
Прокредит Банк	13	5	10	5	36	45	3
Кредобанк	12	19	9	5	62	26	3
ІНГ Банк Україна	14	8		-2	31	59	5
Ідея Банк	8	32	14	39	30	20	5
Правекс Банк	13	11	17	1	121	-21	-2
Піреус МКБ	13	16	8	7	84	8	1
Форвард	8	23	15	7	77	27	4
Дойче Банк ДБУ	14			-1	66	27	2
СЕБ Банк	15			0	47	44	4
Кредитвест Банк	14	28	6	2	74	20	2
Кредит Європа	12	5	5	-27	66	54	4
БТА Банк	11	8	11	-20	97	11	2
Іноземні банки	11	19	10	8	51	36	4
ПУМБ	11	25	9	3	55	34	4
Південний	12	21	10	4	79	14	1

Продовження табл. 6.6

Банк	Дохідність активних операцій		Вартість коштів фізичних осіб	Витрати на резерви / процентні доходи	ОВ/ОД **	Маржа прибутку в доходах	Прибуток на активи
	з юридичними особами	з фізичними особами					
Універсал Банк	7	17	10	27	61	18	3
Таскомбанк	16	24	10	-1	72	24	2
Банк Кредит Дніпро	8	24	12	74	48	6	1
Восток	14	16	7	-1	82	15	1
Мегабанк	10	16	11	12	105	-25	-1
А-Банк	14	31	12	31	49	14	3
ПМТБ Банк	13	20	8	11	78	10	1
Банк інвестицій та заощаджень	12	17	13	5	91	4	1
Індустріалбанк	16	14	10	8	91	0	0
Глобус	9	21	15	19	73	10	1
МІБ	14	17	11	7	71	17	2
Альянс	13	26	9	8	63	24	3
АКБ Львів	12	20	9	4	83	9	1
Акордбанк	11	21	10	14	81	7	1
Кліринговий Дім	11	17	8	27	70	18	1
Полтава-банк	16	19	13	-4	53	41	5
Банк Січ	9	14	7	3	84	11	1
Аркада	17	15	14	-12	100	2	0
Радабанк	14	23	10	10	69	18	2
Конкорд	14	23	7	13	73	17	3
Перший інвестиційний банк	12	14	16	-7	66	34	3
Місто Банк	12	12	6	-81	-942	235	-1
Кристалбанк	14	14	9	26	78	3	0
Банк Грант	16	19	10	1	60	32	4
КІБ	15	16	10	-1	84	13	2
Альтбанк	6	14	20	0	88	10	1
Комінвестбанк	12	14	11	-18	128	-14	-1
Айбокс Банк	12	14	11	13	93	2	0
Мотор-Банк	13	37	9	-1	79	18	2

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 6.6

Банк	Дохідність активних операцій		Вартість коштів фізичних осіб	Витрати / на резерви / процентні доходи	ОВ/ОД **	Маржа прибутку в доходах	Прибуток на активи
	з юридичними особами	з фізичними особами					
Укрбудінвестбанк	13	21	9	4	97	1	0
АП Банк	17		9	4	75	20	2
РВС Банк	16	29	13	24	108	-17	-4
АСВІО Банк	17	16	9	9	89	2	0
Юнекс Банк	13	31	12	-7	101	6	1
Український капітал	16	12	12	12	90	1	0
Авангард	15	17	88	-22	116	9	1
Банк 3/4	18	15	13	-2	94	5	2
МетаБанк	15	12	8	-9	67	33	5
Земельний капітал	19	12	13	0	71	24	3
Полікомбанк	16	17	10	20	76	5	0
ЄПБ	17	11	15	38	40	29	7
Скай Банк	14	62	18	22	119	-28	-5
ОКСІ Банк	13	31	8	-1	99	2	0
Фамільний	10	1	25	2	64	34	3
Портал	23	16	23	26	59	13	2
Траст-Капітал	14	20	12	-35	131	5	1
Альпарі Банк	24	262	9	2	138	-33	-6
УБРР	17			7	110	-19	-2
Приватні банки	12	23	10	10	69	18	2
Усього	8	22	10	7	51	39	3

Примітка. ОВ – операційні витрати; ОД – операційні доходи.

Розраховано та складено за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

спеціалізувалися на кредитуванні фізичних осіб, отримували найвищу дохідність за портфелями (Ідея Банк і Банк “Форвард”).

Показово, що на початку пандемії банки, які згодом були виведені з ринку, вже показували збитки або нульову прибутковість (Місто Банк, Мегабанк, “Аркада”). Таким чином, пандемія коронавірусу є не причиною, а скоріше фактором поглиблення проблем. У цілому прибутковість банківської системи некоректно оцінювати на консолідованій основі, оскільки кожна установа забезпечує самодостатність.

Безумовно, НБУ зробив багато для зміцнення стійкості банківської системи. Слід особливо підкреслити, що у 2019 р. вдалося посилити інституційну спроможність НБУ, завершити його трансформацію, запровадити інфляційне таргетування, продовжити оздоровлення банківського сектору, запровадити ризик-орієнтований нагляд та посилити фінансовий моніторинг, запровадити звітність за стандартом МСФЗ 9, створити кредитний реєстр НБУ. Разом із ти створення незалежних наглядових рад державних банків виявилось згодом заходом обмеженого впливу на результативність і надійність роботи цих установ. Зокрема, наглядові ради вказаних банків отримували непропорційно високу винагороду порівняно з реальним функціональним навантаженням і навіть аналогічними органами управління в банках з іноземним капіталом, а також не змогли попередити зловживання службовим становищем із боку виконавчих директорів банків.

Водночас неадекватно жорстка монетарна політика, коли реальні значення інфляції нижчі за інфляційні цілі (так званий таргет), може становити реальну небезпеку для подальшого зростання ВВП та наповнення державного бюджету¹. Дискусії щодо монетарної політики супроводжували діяльність НБУ. Зокрема, експерти й банкіри вказували на відсутність програми довгострокового рефінансування банків заради кредитування на пільгових умовах, аналоги яких було запроваджено в Європі.

6.4. Зміни у структурі та динаміці коштів клієнтів українських банків у період розгортання пандемії COVID-19 (2020–2021 рр.)

Ресурсна база українських банків неоднорідна в плані диверсифікації за видами ресурсів. В умовах пандемії як масштабної події операційного ризику банки та НБУ приготувалися до найгірших сценаріїв, включаючи можливе вилучення коштів клієнтами. Запровадження планів дій на випадок надзвичайних ситуацій у комерційних банках на вимогу регулятора підготувало установи до стресу, але тривалість пандемії виявилася значно довшою. Разом із тим пандемія не призвела до істотного погіршення демографічної ситуації.

З точки зору операційного ризику, пандемія не мала однозначно негативного впливу на ресурсну базу більшості банків, а ускладнила їхню роботу в плані невідзначеності щодо поведінки вкладників та інших держателів рахунків. Наведена далі динаміка коштів клієнтів демонструє сезонний характер коливань залишків на рахунках. Нетиповим був 2021 р., коли істотно знизились обсяги депозитів фізичних осіб. Можна стверджувати, що негативний вплив пандемії матеріалізувався саме на другий рік. Аналіз динамічних рядів за роками для порівняння темпів зростання за місяцями (табл. 6.7) показав: залишки коштів суб'єктів господарювання та фізичних осіб демонстрували позитивну динаміку у 2020–2021 рр., помітного не-

¹ Річний звіт 2019 / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2019.pdf?v=4.

Таблиця 6.7

Динаміка коштів клієнтів банків: щомісячний приріст, %

Кошти клієнтів	01.02. 2019	01.03. 2019	01.04. 2019	01.05. 2019	01.06. 2019	01.07. 2019	01.08. 2019	01.09. 2019	01.10. 2019	01.11. 2019	01.12. 2019	01.01. 2020	Усього за рік
Кошти СГД*	-2	0	-1	1	2	1	9	-3	1	2	-2	16	24
Кошти фіз. осіб	0	0	1	1	-1	3	-2	2	-1	4	2	1	10
Депозити фіз. осіб	1	-1	0	-1	1	-1	-1	2	-1	4	1	0	4
Кошти НБФУ*	5	1	-4	-8	2	6	-4	0	4	6	3	3	14
	01.02. 2020	01.03. 2020	01.04. 2020	01.05. 2020	01.06. 2020	01.07. 2020	01.08. 2020	01.09. 2020	01.10. 2020	01.11. 2020	01.12. 2020	01.01. 2021	
Кошти СГД	5	0	-1	-1	3	2	5	0	5	2	0	7	27
Кошти фіз. осіб	3	2	5	1	1	1	2	-1	2	1	1	3	21
Депозити фіз. осіб	4	0	4	-4	-1	0	1	-1	1	0	0	-1	3
Кошти НБФУ	7	1	-4	-3	4	8	2	1	7	0	2	2	27
	01.02. 2021	01.03. 2021	01.04. 2021	01.05. 2021	01.06. 2021	01.07. 2021	01.08. 2021	01.09. 2021	01.10. 2021	01.11. 2021	01.12. 2021	01.01. 2022	
Кошти СГД	-1	-1	3	1	2	0	2	-2	3	1	2	8	18
Кошти фіз. осіб	0	1	0	2	-1	1	-1	-1	0	0	1	4	6
Депозити фіз. осіб	0	0	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-1	1	-1	-10
Кошти НБФУ	-1	3	3	-4	0	8	-2	5	4	0	1	1	18

* СГД – суб'єкти господарської діяльності. ** НБФУ – небанківські фінансові установи.

Розраховано та побудовано за даними наглядної статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statistic>.

гативного впливу пандемії не виявлено; приріст коштів фізичних осіб значно уповільнився у 2021 р., а в 2020 р. зберігся нормальний темп зростання. Виняток становить тенденція строкових депозитів фізичних осіб, які у 2021 р. скорочувалися. Це можна пояснити віддаленим впливом пандемії на рівень заощаджень (зменшення доходів домогосподарств), але ми більше схилиємося до висновку про відновлення споживання за рахунок накопичених коштів. Показово, що частка депозитів терміном понад 12 місяців у строкових вкладах фізичних осіб послідовно зменшується й у 2021 р. становила 14 % проти 16 % у січні 2020 р.

Частка коштів бізнес-клієнтів у зобов'язаннях тримається на рівні близько 40 %, виявлено її незначне збільшення у 2021 р. Водночас зростає частка коштів на поточних рахунках, що є позитивною ознакою виходу бізнесу з “тіні”. Частка коштів фізичних осіб знизилась із 43 % у 2020 р. до 40 % у 2021 р. Чітко простежується домінування коштів на поточних рахунках (майже 55 %), що свідчить про зниження рівня заощаджень домогосподарств.

Кошти небанківських фінансових установ (переважно страхових компаній) є другорядним ресурсом для банків, однак частка строкових депозитів у загальній сумі цього ресурсу зменшилася з 50 % у 2020 р. до 41 % у 2021 р. Головна причина – стагнація активності страхових компаній у умовах пандемії, особливо страхування життя.

Рівень валютизації коштів клієнтів у період пандемії знизився, що є позитивним моментом, оскільки банки не мають потреби в розвитку валютного кредитування й тому обмежені в розміщенні валютних ресурсів. Разом із тим дуже висока частка коштів фізичних осіб в іноземній валюті (майже 40 %) свідчить про низьку довіру громадян до національної валюти, побоювання девальвації гривні.

Аналогічні аномалії спостерігались у провідних країнах світу. Помітною подією в банківській системі США після початку пандемії COVID-19 стало швидке та стійке зростання суми депозитів у банках. Загальні депозити в комерційних банках збільшилися більш ніж на 35 % із кінця 2019 р. і на IV кв. 2021 р. становили близько 18 трлн дол. Це збільшення депозитної бази було надзвичайно масштабним порівняно з будь-яким періодом недавньої історії (Castro, Cavallo, & Zarutskie, 2022). На думку експертів ФРС США, зростання банківських депозитів за дворічний період, із IV кв. 2019 р. до IV кв. 2021 р. можуть значною мірою пояснити чотири фактори: 1) початковий сплеск закриття кредитних ліній бізнес-клієнтам на початку пандемії; 2) викуп прийнятих активів банками ФРС у кредитних установах; 3) великі суми фіскальних трансфертів домогосподарствам, які, найімовірніше, бажають зберігати заощадження у формі депозитів; 4) підвищення норми особистих заощаджень домогосподарств. Стосовно четвертого фактора зростання депозитів у банках вважаємо, що це була більше тимчасова вимушена відмова від витрат або унеможливлення нести видатки на подорож і відпочинок. Оскільки після завершення карантину та скасування різних обмежень (на подорожі, розваги) споживання відновилося, надходження на депозитні рахунки уповільнилось. Аналіз змін у розподілі коштів серед клієнтів українських банків дає підстави зробити певні висновки.

Існує одна доволі різноманітна група банків, що зазнали скорочення коштів клієнтів саме в другій половині 2020 р., у т. ч. три банки з російським капіталом, які згодом були виведені з ринку (Сбербанк, Укргазбанк, Промінвестбанк, Ідея Банк, банк “Форвард”, Банк інвестицій та заощаджень, МІБ Банк, Перший інвестиційний банк, Альтбанк, банк “Портал” і Альпарі Банк). У цій вибірці діяли фактори, що не мали безпосереднього відношення до пандемії й карантину, а були результатом прорухунків у роботі установ задовго до цього стресу. Дрібні банки взагалі не справили жодного впливу на ресурсну базу системи.

Банки другої групи, основної, до якої входять 62 установи, у т. ч. системно важливі Укрексімбанк і Приватбанк, навпаки істотно збільшили залишки коштів клієнтів. Незначний темп приросту коштів клієнтів Ощадбанку можна пояснити контингентом його вкладників (ними здебільшого є пенсіонери та державні службовці), а також відставанням банку в цифровізації сервісу. Варто враховувати, що сучасне покоління клієнтів – фізичних осіб більше не тримається тільки одного банку, а має рахунки в кількох установах для різних цілей.

Загалом банки з державним капіталом показали високу стійкість до стресу, зберегли ресурсну базу, але через Укргазбанк і Ощадбанк частка коштів державних банків скоротилася. Банки з іноземним капіталом, за винятком проблемних банків з російським капіталом, упевнено нарощували свою клієнтську базу, особливо Райффайзен Банк, Піреус банк МКБ, Альфа-Банк, Правекс Банк, Кредобанк, Прокредит Банк, ОТП Банк. У результаті частка банків з іноземним капіталом зросла на 2 в. п.

У сегменті банків із місцевим капіталом високі темпи приросту коштів забезпечили такі банки: ПУМБ, “Південний”, А-Банк, МТБ Банк, “Альянс”, Кліринговий Дім, а також дрібні банки з часткою в системі, меншою за 0,1 % (Радабанк, Кристал Банк, “Грант”, Айбокс Банк, АП-Банк, РВС Банк та ін.). Частково успіх дрібних банків можна пояснити пропозицією цифрових каналів обслуговування, особливо актуальних під час карантину.

Цілком природно очікувати, що в умовах пандемії вартість депозитів може бути дуже мінливою. З метою аналізу вартості ресурсів було використано інформацію про фактичні ставки за строковими депозитами фізичних і юридичних осіб, яку в консолідованому вигляді щодня оприлюднював НБУ, а саме: індекс UIRD (Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб) – за даними медіакомпанії “Thomson Reuters”; вартість строкових депозитів за даними статистичної звітності банків України (до 23 лютого 2022 р.).

Індекс UIRD становить особливий інтерес у зв’язку з тим, що досить адекватно відображає пропозиції провідних українських банків (рис. 6.6 та 6.7). Аналогічна тенденція зниження ставок строкових депозитів юридичних осіб спостерігалась у 2020–2021 рр.

Вартість строкових депозитів юридичних осіб істотно зменшилась у першій половині 2020 р. і потім стабілізувалася (рис. 6.8). Амплітуда коливань ставок відображає особливості статистичного обліку депозитних договорів, коли дані не

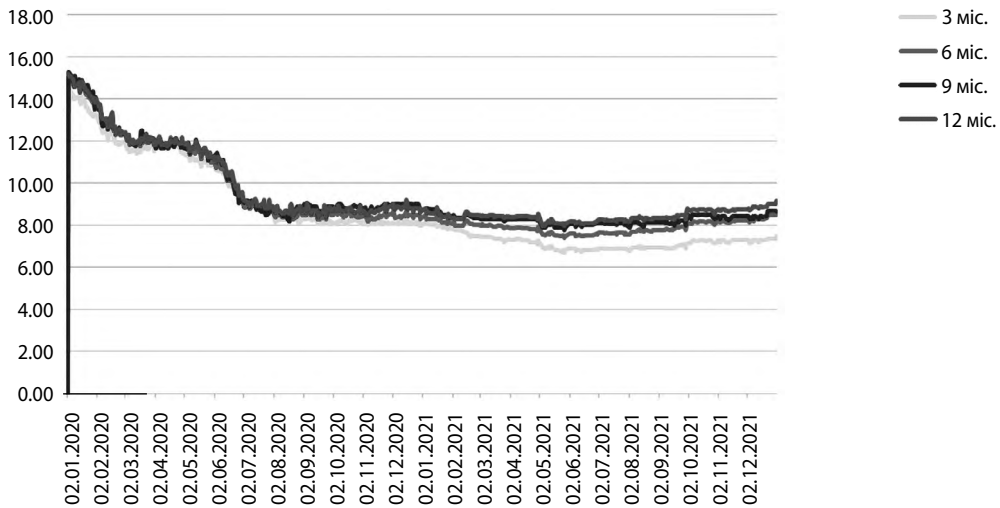


Рис. 6.6. Динаміка індексу UIRD за депозитами фізичних осіб у гривні, 2020–2021 рр.

Побудовано за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

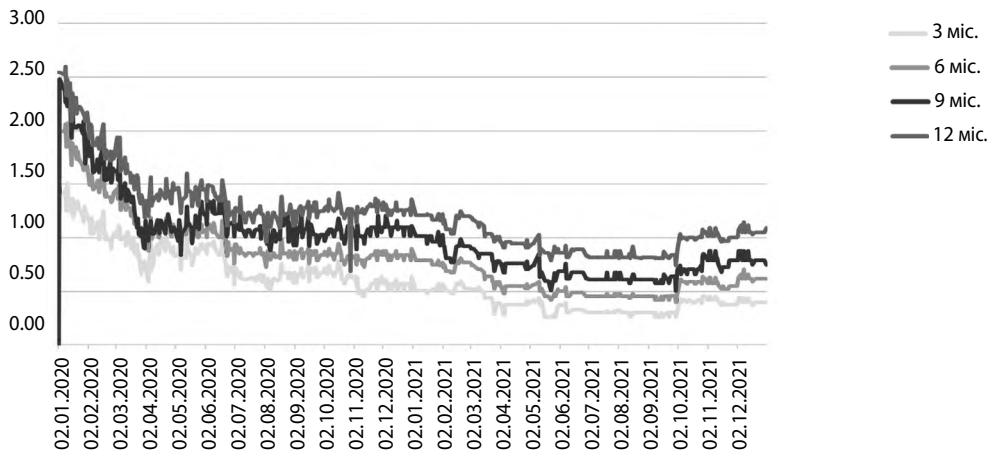


Рис. 6.7. Динаміка індексу UIRD за строковими депозитами фізичних осіб у доларах США, 2020–2021 рр.

Побудовано за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

агрегуються в середні значення. Отже, доцільніше було б вимірювати середньозважені ставки, але така інформація відсутня, тому варто розглядати тренди. Динаміка ставок засвідчує домінування тенденції здешевлення ресурсу, що може пояснюватися зниженням попиту банків на ресурси через стагнацію кредитування.

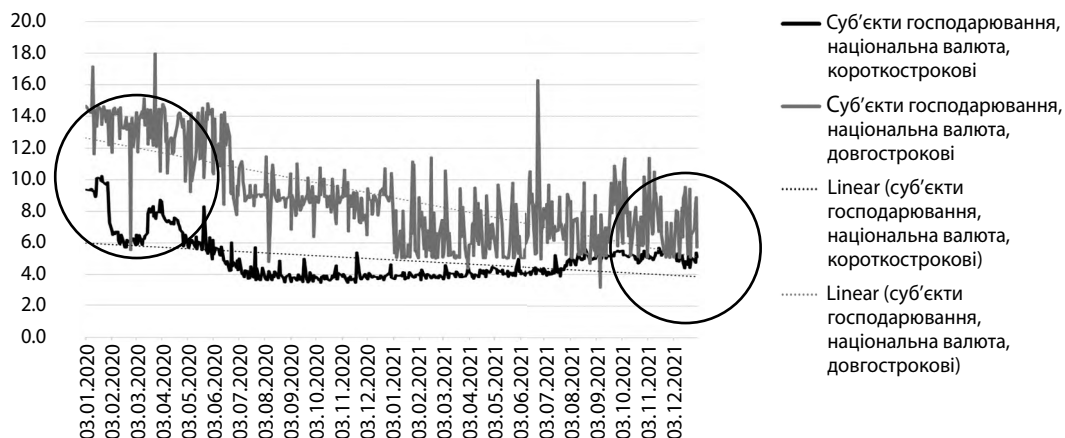


Рис. 6.8. Динаміка вартості строкових депозитів юридичних осіб у гривні, 2020–2021 рр.

Побудовано за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

Подальше погравлення економіки та активізація кредитування призводять до підвищення ставок закладами. Зауважимо, що в гривні діапазон ставок розширився залежно від строку вклада. У цілому можна зробити висновок, що пандемія не спричинила подорожчання вартості ресурсів.

6.5. Вплив пандемії COVID-19 на розвиток філіальної мережі банків

Пандемія COVID-19 показала не лише синхронність спалаху захворювань практично в усіх країнах, а й подібність трансформації каналів доставки послуг комерційними банками, незалежно від рівня розвитку економіки й фінансової інклюзії. Навіть країни з високою часткою незаможних громадян у суспільстві демонстрували переважно тенденцію скорочення філій і прискореного поширення цифрових послуг банків. Пандемія стимулювала фінансову доступність, спричинивши значне зростання цифрових платежів на тлі глобального розширення офіційних фінансових послуг.

На основі аналізу тенденцій можна виокремити ключові фактори, що вплинули на поведінку домогосподарств у період пандемії:

- 1) вимушена соціальна ізоляція, що призвела до зниження купівельної активності громадян, обмеження відвідування закладів громадського харчування, розваг, туризму поряд зі зростанням витрат на технічні засоби комунікації;

- 2) тимчасове обмеження доступу громадян до відвідування філій банків, можливість контактувати з банком лише за допомогою електронної пошти, мобільного й стаціонарного телефонного зв'язку, а також через вебсайт обслуговуючого банку;

- 3) побоювання та паніка серед різних верств населення щодо загрози зараження через готівкові гроші, відповідні дії із самостійної дезінфекції банкнот, перехід на безготівкові розрахунки там, де це можливо;

4) переведення працівників приватного й державного секторів на дистанційний режим роботи або на умовах робочих (тижневих) змін;

5) скасування подорожей (туризм, поїздки на роботу та заради спілкування), унаслідок чого різко зменшилися витрати на поїздки, що частково призвело до заморожування коштів, відкладених на цю статтю в сімейних бюджетах;

6) тимчасова або постійна втрата працездатності через закриття підприємств, скорочення персоналу, хвороби, збільшення витрат на профілактику та лікування, зменшення доходів від заробітку;

7) погіршення кредитоспроможності осіб, які втратили роботу чи доходи від бізнесу, що призвело до дефолтів за кредитами, а отже, відмови банків від надання нових кредитів, у т. ч. підвищення вимог до прийнятності;

8) зниження рівня заощаджень унаслідок тривалого зменшення доходів і непередбачених витрат;

9) зменшення відвідувань відділень банків як через побоювання інфекцій, так і внаслідок закриття філій або переведення їх на особливий режим роботи.

Дослідники компанії “McKinsey” виявили, що наявність банківських відділень була однією з головних причин вибору банку під час COVID-19 (Buehler, Conjeaud, & Giudici, 2020).

Разом із тим позитивним надбанням пандемії можна вважати прискорення навчання та міграції приватних осіб для користування дистанційними каналами сервісу банків – електронною поштою, вебсайтами та мобільною телефонією. Також у період суворого карантину було протестовано системи ІТ банків на предмет швидкого переходу на роботу персоналу в дистанційному режимі.

Основними факторами, які ускладнили відносини підприємств із банками та призвели до погіршення кредитоспроможності позичальників та/або до зменшення залишків коштів на рахунках і обсягів платежів, є: погіршення попиту на споживчі товари й послуги, що спричинило ланцюгову реакцію зменшення надходжень на рахунки підприємств усього реального сектору; додаткові витрати на оздоровлення та лікування працівників, виплати допомоги родинам померлих; спонсорські витрати на придбання медичного обладнання й засобів гігієни для закладів освіти та медичних установ.

Разом із тим пандемія створила нові можливості для бізнесу, що працює за моделлю B2P (операції з приватними особами) з використанням каналу інтернет-торгівлі та замовлень доставки товарів додому. Наприклад, багато закладів громадського харчування перейшли на доставку їжі додому. Однак це лише частково компенсувало їхні втрати через неможливість реалізувати продукцію традиційними способами. Також запровадження карантину стимулювало попит на послуги компаній, які надають платіжний сервіс, дистанційне навчання.

Антикризові заходи комерційних банків стимулювалися настановами центрального банку (як органу регулювання) та державних органів охорони здоров'я. Великі зусилля банкірів були спрямовані на забезпечення роботи філій і каналів дистанційного обслуговування в умовах карантину.

COVID-19 надав банкам унікальну можливість запровадити нові способи роботи й адаптуватися до мінливої поведінки своїх клієнтів. Однією з таких можливостей, на думку експерта Е. Хаукер, є краща гармонізація цифрової та людської взаємодії у філіях банків (Hawker, 2023). Сучасні клієнти очікують цілодобового доступу до продуктів та послуг онлайн, тому банкам треба також бути сучасними, а саме запропонувати зручну для клієнта багатоканальну модель доставки й контактів із фахівцями.

Банки завжди конкурували між собою за залучення клієнтів, а розгортання мережі філій було важливим фактором. Для багатьох роздрібних банків відділення банку є центром відносин із клієнтами. Вони звертаються до відділення, щоб отримати інформацію, відкрити рахунок, провести платежі тощо. Однак відділення може бути й місцем спілкування людей. Тому, коли відділення роздрібних банків почали закриватися через пандемію COVID-19, порушилася традиційна взаємодія банків із клієнтами, що погіршило психологічний ефект ізоляції в суспільстві.

У період спалаху пандемії (2020–2021 рр.) мережа філій скоротилася найбільше саме в перший рік, а вже у 2021 р. темпи скорочення повернулися до докризового рівня. Узагалі українські банки розпочали санацію філій ще за глобальної фінансової кризи, тобто після 2008 р., і продовжили її в період так званого банкопаду, що відбувався після 2014 р. Варто також зауважити, що наведена статистика не включає мінівідділення, які надають лише розрахунково-касові послуги. Насправді багато банків не припиняли свою присутність у конкретному місті чи регіоні, а продовжували відкривати нові відділення на базі існуючих або об'єднували кілька відділень, закриваючи неперспективні. Пандемія внесла свої корективи в прийняття рішень щодо трансформації філій. По-перше, українські банки почали створювати у філіях зони самообслуговування, й ця мода прийшла із західних банків, котрі задовго до пандемії думали про інтеграцію каналів доставки, урегулювання проблеми конфлікту каналів. По-друге, будь-яка реорганізація філій потребує підготовчої роботи в плані централізації або делегування певних функцій, перерозподілу, навчання чи скорочення персоналу, що вимагає певного часу. По-третє, трансформація філії завжди потребує інвестицій, тобто відволікання власних коштів.

Кількість філій зменшується через визнання неплатоспроможними банків, які припинили свою діяльність, закривши відділення. Проте в період пандемії такі випадки були поодинокими й не вплинули на загальну картину, оскільки було закрито банки з невеликим числом філій, як-от: АТ АКБ “Аркада” (мав лише 2), АТ “Місто Банк” (5) і АТ “КБ “Земельний капітал” (8). За розрахунками автора на основі статистики НБУ, у середньому в системі до пандемії кількість філій скоротилася у 2018 р. на 10 од., у 2019 р. – на 6, у 2020 р. – на 11, у 2021 р. – на 6 од.

Українські банки можна поділити за моделями бізнесу на переважно корпоративні, переважно роздрібні та універсальні. У сегменті корпоративних банків лідерство належить іноземним банкам. Водночас окремі банки з місцевим капіталом (приміром, ПУМБ) у 2020 і 2021 рр., навпаки, нарощували мережу філій. У середньому у 2020 р. їх мережа зменшилася на 3,9 од., але в 2021 р. вона зросла на 3,2 од.

У цьому банківському сегменті скорочення філій характерне для першого року пандемії, особливо в АТ “Сенс Банк” (на 15,2 од.), АТ “Укрбудінвестбанк” (на 12,7 од.), АКБ “Індустріалбанк” (на 9,5 од.), АТ “Банк Кредит Дніпро” (на 22,2 од.), АТ “Перший інвестиційний банк” (на 23,5 од.), АТ МІБ (на 10 од.), АТ “Піреус Банк МКБ” (на 11,8 од.), АТ “Прокредит Банк” (на 33,3 од.). Для банків цього сегмента типовою є мережа в розмірі близько 30 філій, що охоплює всі підконтрольні Україні території.

У сегменті роздрібних банків лідирує А-Банк, що розвивається колишніми керівниками Приватбанку. У цьому сегменті спостерігаються різноспрямовані тенденції.

У сегменті універсальних банків лідерство зберігається за державними банками. Так, скоротилася мережа філій АТ “Ощадбанк” – на 21,1 од. у 2020 р. і на 12,8 од. у 2021 р.; АТ КБ “Приватбанк” – на 10,9 та 12,8 од. відповідно; АТ “Райффайзен Банк” – на 20,2 і 1 од.; АТ “Мегабанк” – на 2,5 та 0,6 од. Виняток становить АБ “Укргазбанк”, в якому мережа у 2020 р., навпаки, зросла на 10,4 од., а в 2021 р. зменшилася на 2,9 од. У групі універсальних банків перша п’ятірка має мережу понад 100 філій, а Ощадбанк і Приватбанк впевнено крокують до мережі розміром близько 1 тис. відділень.

У західних країнах через COVID-19 і тривалий карантин відбувалися аналогічні зміни. Банки не розглядали питання закриття відділень заради зниження витрат, але активізували перехід до цифровізації обробки запитів клієнтів. Статистика за регіонами світу свідчить про початок скорочення філій задовго до пандемії. Виняток становить група країн із середнім і нижчим від середнього рівнями доходів населення, де покриття філіями стабілізувалося (рис. 6.9).

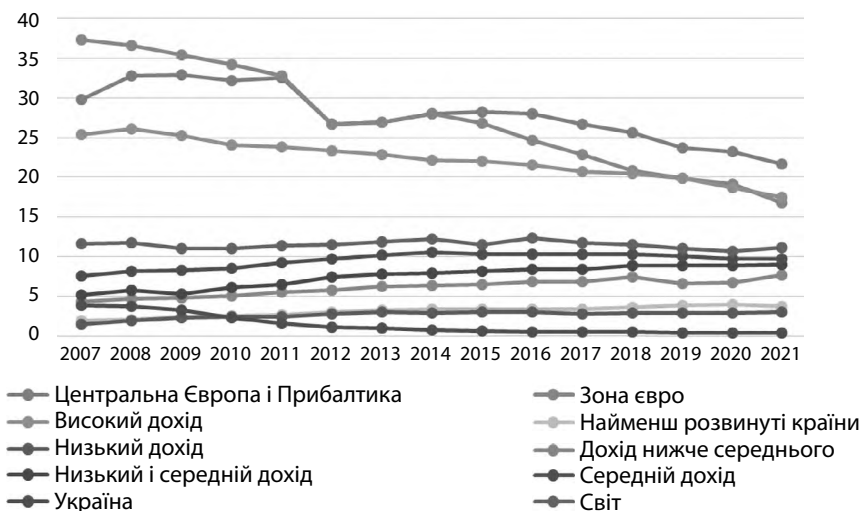


Рис. 6.9. Динаміка мережі банків у світі: кількість філій на 100 тис. дорослого населення, 2007–2021 рр.

Побудовано за: Commercial bank branches (per 100,000 adults) / The World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FB.CBK.BRCH.P5>.

Американські дослідники Д. Едлебі, Б. Мітчелл і Дж. Річардсон дійшли висновку, що банки скористалися пандемією, аби подвоїти темпи закриття відділень. Малі підприємства досі залежать від особистих банківських послуг, незважаючи на поширення онлайн-каналів, а скорочення мережі відділень загрожує місцевій економічній діяльності, яка є ключовою для нарощування добробуту в маргіналізованих громадах. Консолідація призвела до того, що кілька мегабанків домінували на ринку, а невеликі громадські банки зникли (Edlebi, Mitchell, & Richardson, 2022).

Як показав моніторинг банків, проведений авторами, на рівні філій вони зоседили увагу на таких напрямках:

- Охорона здоров'я персоналу та профілактика зараження – придбання ліків, засобів гігієни, встановлення додаткових перегородок у касах, оплата підрядників із санітарної обробки приміщень, вакцинації, виплати грошової допомоги хворим працівникам.
- Переведення персоналу на позмінну роботу з метою зменшення чисельності працівників у службових приміщеннях (за такою схемою принаймні половина штату працювала на дому).
- Скасування нарад і навчальних заходів з очним відвідуванням засідань, перехід на наради в режимі онлайн із використанням робочих станцій та мобільних пристроїв.
- Обмеження прямих контактів працівників фронт-офісу з клієнтами при розгляді кредитних заяв, зведення до мінімуму прямих контактів із клієнтами, зустрічі з клієнтами-заявниками лише в разі позитивного рішення про видачу кредиту та для підписання необхідних документів, у т. ч. запровадження у великих масштабах онлайн-кредитування (подання заяв через сайт банку), підтвердження наявності застави шляхом отримання фото- й відеозвітів від позичальника.

Окремим аспектом реорганізації філій є переведення частини персоналу банків на надомну працю. Цей тренд набув популярності задовго до пандемії, особливо для індустрії програмного забезпечення, а також певних професій, як-от операторів контакт-центрів великих корпорацій, торговельних інтернет-компаній.

За період пандемії банки отримали чітке уявлення про переваги й недоліки віддаленої роботи персоналу. По-перше, робота вдома дає змогу працівникам скоротити власні видатки на поїздки та офісний одяг, а роботодавцю – зменшити витрати на утримання офісів. Щоправда, ця вигода дещо нейтралізується підвищенням витрат працівників на комунальні послуги. По-друге, змінюється уявлення щодо оцінки продуктивності: якщо завдяки присутності персоналу на робочому місці керівник завжди міг контролювати хід виконання завдань, за надомної праці можна лише відстежувати підключення до мережі банку. По-третє, змінюється графік робочого часу, коли працівник може виконувати свої завдання в будь-який час, що не потребує відкриття офісу. Крім того, людина в стані карантину чи одужування має можливість працювати, не виходячи з дому, навіть за ознак незначного захворювання. Водночас надомна праця збільшує ризики стосовно кібербезпеки (розголошення інформації, особливо про операції клієнтів).

Соціальне дистанціювання й соціальна ізоляція змусили людей шукати альтернативи готівці та особистим покупкам. Ці зміни викликали очікування, що пандемія призведе до загального зростання цифрової фінансової доступності.

Звичайно, люди досі віддають перевагу особистим контактам для складних чи критичних взаємодій, таких як подання заявки на іпотеку або відкриття рахунків. Взаємодія людей у відділеннях, найімовірніше, впливатиме на задоволеність клієнтів більше, ніж онлайн-банкінг чи мобільні канали. Таким чином, філії повинні зосередити свої людські ресурси на цих диференційованих послугах, які сприяють залученню, задоволенню й утриманню клієнтів, створюючи цифровий досвід у відділенні для спрощення транзакцій.

Багатоканальна стратегія продажу продуктів і послуг банками є фактором успіху. Їм слід поєднувати цифрові можливості та взаємодію з людьми із особистими порадами. Це складна для реалізації стратегія, що потребує передбачення щодо змін споживчих уподобань, розумних і своєчасних інвестицій у цифровізацію та вміло-го управління персоналом у філіях.

Канали дистанційного сервісу стають дедалі важливішими для зростаючого числа клієнтів, окрім того, банки повинні продовжувати працювати над поліпшенням прямих контактів у філіях. Для отримання складних послуг і порад багато клієнтів досі бажають мати персональне обслуговування у відділенні, так само як більшість продовжує цінувати місцеві відділення. Банки можуть і далі зосереджуватися на конкретних сегментах клієнтів та пропонувати виключно онлайн-банкінг для тих клієнтів, котрі цього хочуть, але при цьому будь-якому банку, що прагне розширити свою клієнтську базу за межі цифрових фанатів, рекомендується пропонувати гібридну послугу – поєднання онлайн- і офлайн-обслуговування у філії.

Клієнти різних вікових груп неоднаково ставляться до цифрових банків. Наприклад, у групі 55–73 років лише 20 % осіб бачать переваги використання тільки цифрових банків (Makarov, & Kent, 2020). Багато людей не можуть відрізнити установи, які використовують нові технології й називаються фінтех, але працюють за банківськими ліцензіями, від тих, котрі не гарантують жодних грошей. Відомі громадськості фінансові скандали та шахрайства, пов'язані з нерегульованими інноваційними фінансовими установами, призвели до загалом поганої репутації фінтех-компаній.

6.6. Вплив пандемії COVID-19 на кредитну політику українських банків

Пандемія погіршила умови ведення бізнесу та функціонування домогосподарств. Це призвело до підвищення рівня дефолтів і призупинення видачі нових кредитів. Разом із тим відбулося знецінення застави. Банки були вимушені збільшити нарахування резервів під кредитні ризики, вдатися до додаткових операційних витрат на забезпечення дистанційної роботи персоналу, комунікацію з клієнтами, охорону здоров'я персоналу.

Доцільно розглянути дії регулятора, комерційних банків і позичальників в умовах пандемії щодо кредитної активності. Так, НБУ відтермінував запровадження

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

буферів консервації капіталу й системної важливості та заохочував до реструктуризації кредитів позичальниками, які зазнали збитків унаслідок пандемії та обмежень ділової активності. За період пандемії з ринку виведено три невеликих банки – АТ АКБ “Аркада”, АТ “КБ “Земельний капітал” і АТ “Місто Банк”, що не дало значного ефекту для системи: частка кожного з них у кредитному портфелі системи становила приблизно 0,1 %, а пандемія не була причиною загострення проблем.

Частка державних банків істотно скоротилася (майже до 45 %), що є результатом виведення проблемних кредитів із балансу банків (табл. 6.8). Так, Приватбанк зменшив портфель на 18 %, Ощадбанк – на 29 % і Укресімбанк – на 21 %. Виняток становить Укргазбанк, який, навпаки, наростив кредитний портфель на 34 %, що дало йому змогу збільшити свою частку в системі із 4,5 до 5,8 %. Узагалі кредитна активність банків дуже низька, особливо державних через відволікання ресурсів на вкладення в депозитні сертифікати НБУ та державні цінні папери. Якщо виключити два банки з російським капіталом (Промінвестбанк і Сбербанк), котрі згодом було виведено з ринку, то інші іноземні банки збільшили свою присутність на ринку ще вищими темпами, ніж уся група (див. табл. 6.8). Так, Райффайзен Банк, ОТП Банк, Креді Агріколь, Сітібанк, Прокредит Банк, Кредобанк наростили свої портфелі на 40 % і більше.

Із 49 банків із корпоративною моделлю бізнесу 47 збільшили кредитні портфелі більш ніж на 10 %, 9 роздрібних банків – на 56 %, 10 універсальних банків – на 63 %. Таким чином, найвищу стійкість до стресу показали банки з універсальною моделлю бізнесу. Особливо високих темпів приросту досягли Правекс Банк, Універсал Банк, банк “Львів”, АП-Банк і Акордбанк.

Частка кредитів в іноземній валюті є найвищою в іноземних банків (МР Банк (Сбербанк) – 97 %, БТА Банк – 85 %, Промінвестбанк – 82 %, Кредит Європа Банк –

Таблиця 6.8

Зміни в кредитному портфелі банків, %

Типи банків	01.01.2020			01.01.2022		
	Частка ВКП* в активах	Частка ВКП юридичних осіб у загальному ВКП	Частка банку в кредитному портфелі системи	Частка ВКП в активах	Частка ВКП юридичних осіб у загальному ВКП	Приріст ВКП
Державні банки	37,1	84,4	55,7	34,7	82,0	-16,6
Іноземні банки	50,2	76,0	30,7	48,7	77,0	19,4
Банки з місцевим капіталом	52,6	70,9	13,6	41,6	66,5	46,8
Усього	42,1	80,0	100,0	40,1	77,2	3,1

* ВКП – валовий кредитний портфель.

Примітка. Суму валового кредитного портфеля й загальних активів банків розраховано шляхом додавання резервів до суми чистих активів.

Складено за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

56 %. Однак у двох державних банків вона також є значною: Укрексімбанк – 57 %, Укргазбанк – 52 %¹.

Висока доларизація кредитного портфеля завжди породжує більше проблем з обслуговуванням боргу позичальниками в умовах системних стресів. Далеко не всі позичальники здатні стабільно й передбачувано генерувати надходження за реалізацію продукції в іноземній валюті, а для чергового погашення боргу мають купувати валюту. Головною причиною попиту клієнтів на кредити в іноземній валюті є нижча процентна ставка. Наприклад, у 2020 р. різниця між ставками в іноземній валюті та гривні становила в середньому понад 5 в. п. За 2020 р. гривня втратила 19,4 % вартості відносно долара США, найбільша девальвація відбулася в першому півріччі.

Тенденція зниження залишків заборгованості за кредитами виникла в банківській системі задовго до карантинних обмежень: найбільше падіння зафіксовано ще в другій половині 2019 р. Поступове списання безнадійних кредитів, яке є однією з вимог МВФ для України та заохочується НБУ, зменшувало кредитний портфель, але впродовж 2020 р. залишок боргу за кредитами збільшився завдяки активізації кредитування в другому півріччі.

Протягом 2020 р. ставки за ресурсами для кредитування (депозитами клієнтів) і кредитами постійно знижувалися, що підтримувалося зменшенням ключової ставки НБУ. Монетарна політика Національного банку (доступ до рефінансування й низька облікова ставка) призвела до зменшення вартості фінансових ресурсів і відновлення попиту на кредитування в гривні. Крім того, НБУ знизив вимогу до обов'язкового резервування залучених коштів у гривні до 0 % поряд із підвищенням норми резервування для коштів в іноземних валютах до 10 %.

Зауважимо, що ставки за кредитами бізнес-клієнтам демонструють тіснішу кореляцію з обліковою ставкою центрального банку, а за кредитами фізичним особам – незначну. Рівень ставок за кредитами залежить не так від вартості кредитних ресурсів для конкретного банку, потреби в покритті операційних витрат, як від ступеня кредитного ризику та покриття боргу заставою. Процентні ставки за кредитами клієнтам (рис. 6.10) упродовж 2020–2021 рр. знижувались, але зберігся істотний розрив між ставками в гривні для домогосподарств і суб'єктів господарювання – близько 25 в. п. Фактично це означає, що кредити для населення залишаються важкодоступними, а високі ставки обумовлені наданням споживчих позик та випуском кредитних карток, які вважаються продуктами з великою маржею, але водночас і з підвищеним ризиком (кредитні продукти без забезпечення).

Аномальні значення процентних ставок у січні 2020–2022 рр. пояснюються сезонною специфікою та не змінюють основну тенденцію. Варто звернути увагу на те, що на початку II кв. 2020 р. банки спробували підняти ставки за кредитами бізнесу, оскільки погіршилася ситуація на ринках збуту продукції та різко скоротилися надходження, що ускладнило обслуговування боргу.

¹ Розраховано за даними наглядової статистики наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

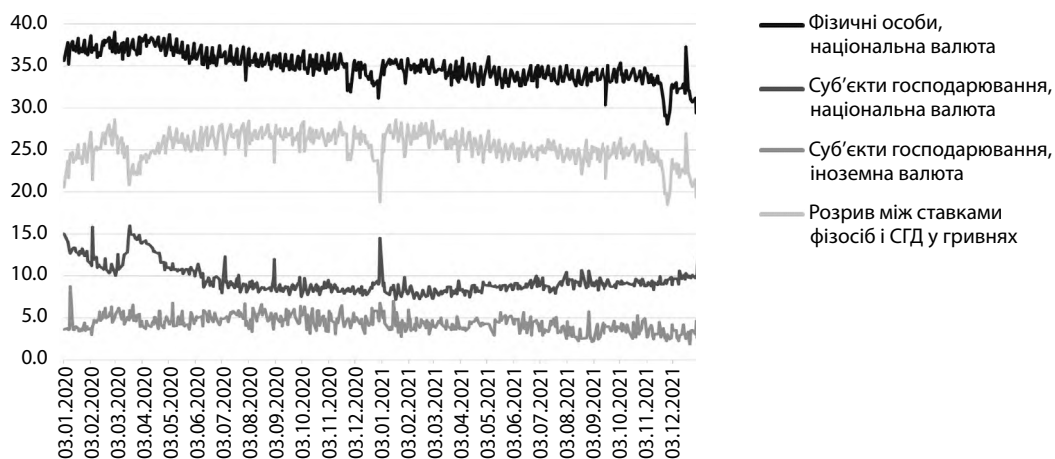


Рис. 6.10. Динаміка процентних ставок за кредитами у 2020–2021 рр.

Побудовано за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

Аналіз дотримання економічних нормативів кредитного ризику (Н7, Н8 і Н9) показує, що порушення припускають лише окремі банки для Н7 чи Н9 за рахунок двох факторів – збільшення кредитних експозицій або зменшення капіталу (знаменника у формулах розрахунку). Систематично порушували окремі нормативи Промінвестбанк, Сбербанк, Індустріалбанк, Мегабанк, Місто Банк, Юнекс, Банк інвестицій та заощаджень, Перший інвестиційний банк, Мотор-Банк (табл. 6.9). Підвищена концентрація кредитного ризику призводить до виникнення залежності фінансового стану банку-кредитора від стану його найбільших позичальників.

До червня 2021 р. до банків і банківських груп не застосовувалися заходи впливу за порушення вимог до кредитного ризику. Таке рішення діяло лише в тому разі, якщо порушення виникли через негативний вплив карантину. Банки мають право визначити та встановити в стратегії управління проблемними активами цільовий рівень непрацюючих кредитів на 2021 р. з урахуванням очікуваних економічних наслідків карантину й обмежень у короткостроковому періоді.

Концентрацію кредитних портфелів великих банків проаналізовано на основі інформації, яка міститься у фінансовій звітності цих установ за 2020 і 2021 рр. (табл. 6.10). Для порівняння: великі банки з іноземним капіталом мали меншу концентрацію.

З метою мінімізації та подолання негативного впливу на розвиток малого бізнесу України карантинних заходів, запроваджених для запобігання поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, Урядом України було розроблено антикризовий пакет підтримки малих підприємств на час дії карантину та протягом 90 днів з дати його скасування. В антикризові заходи включено підтримку інвестиційних проектів, пов'язаних із виробництвом лікарських засобів, медичних виробів, ме-

Таблиця 6.9

**Порушення економічних нормативів кредитного ризик
у українськими банками у 2020 р.**

Дата	Економічний норматив	Укрексімбанк	Промінвестбанк	Індустріалбанк	ПУМБ	Мегабанк	Місто Банк	Юнекс Банк	Перший інвестиційний банк	Сбербанк	Банк інвестицій та заощаджень	Банк "Форвард"	Мотор-Банк
01.01.2020	H7	21,6	38,7	49,9	11,1	22,9	34,4	6,1	11,6	12,5	19,0	15,7	21,5
	H8	220,2	130,1	119,4	44,4	302,0	91,7	34,6	102,7	72,6	147,5	28,0	81,6
	H9	0,4	0,4	12,4	33,2	92,3	13,2	34,6	80,4	0,0	70,9	0,0	21,9
01.04.2020	H7	36,1	62,8	58,2	11,1	24,9	42,7	4,8	12,9	15,2	21,2	19,6	20,2
	H8	361,0	198,5	144,4	41,2	310,2	119,8	31,5	96,5	78,7	233,8	54,4	95,8
	H9	0,5	0,2	18,0	30,1	63,7	24,4	31,5	73,4	0,0	78,1	3,2	22,1
01.07.2020	H7	33,8	68,7	68,4	12,1	24,9	34,6	4,6	20,3	14,6	18,7	19,3	25,8
	H8	372,7	217,9	151,5	23,1	313,4	88,4	30,7	114,3	71,4	231,9	56,4	197,6
	H9	0,4	0,2	13,6	11,0	65,7	13,8	30,7	69,9	0,0	42,8	0,0	50,5
01.10.2020	H7	20,9	76,4	79,1	11,4	24,7	39,7	3,8	21,7	55,6	18,7	18,9	18,5
	H8	136,8	269,6	193,1	11,4	324,1	97,5	28,2	135,6	70,6	170,8	53,6	125,6
	H9	0,2	0,2	14,4	9,7	37,7	15,8	28,2	55,8	0,0	19,9	3,8	30,4
01.01.2021	H7	20,0	55,9	73,2	9,9	24,6	44,1	6,1	21,7	50,9	21,9	25,7	20,5
	H8	153,9	172,5	169,2	0,0	310,6	84,3	28,2	126,3	63,5	140,2	67,6	146,8
	H9	0,3	0,1	10,5	6,1	28,9	3,9	28,2	51,0	0,0	22,7	5,5	23,4

Складено за даними наглядової звітності Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

дичного обладнання, а також рефінансування кредитів мікро- і малим підприємствам на вказані цілі та кредитування на поповнення обігових коштів. Уряд запровадив державну програму "Доступні кредити 5–7–9 %" на початку 2020 р. із метою стимулювання інвестиційного кредитування під відповідні ставки. Однак пандемія змусила запровадити антикризові кредити для поповнення обігових коштів і рефінансування кредитів за ставками в діапазоні 0–3 %. Компенсація процентів передбачена до рівня 0 %, після скасування карантину – до 3 %.

За інформацією Міністерства фінансів України, з моменту початку державної програми суб'єкти підприємництва станом на 16 травня 2022 р. отримали від уповноважених банків 40 486 кредитів на загальну суму 110,1 млрд грн, із них

Таблиця 6.10

**Концентрація кредитного портфеля великих банків, залишок боргу
за кредитами 10 найбільшим позичальникам (групам)**

Банк	2020		2021	
	Залишок боргу, млрд грн	Концентрація кредитного портфеля	Залишок боргу, млрд грн	Концентрація кредитного портфеля
Ощадбанк	40,2	45	36,0	41
Укресімбанк	46,2	48	34,0	39
Укргазбанк	18,77	34	20,5	33
Райффайзен Банк	8,4	17	8,7	18
УкрСиббанк	9,7	42	11,8	40
Кредобанк	1,1	8	1,4	8
Кредит Агріколь	7,7	26	7,5	21
ПУМБ*	8,2	19	8,3	14

* У ПУМБ кредити 20 найбільшим позичальникам.

Складено за даними річної фінансової звітності банків.

58,16 млрд грн – як антикризові кредити¹. На думку представників банківської спільноти, програма “Доступні кредити 5–7–9 %” потребує змін (Коробкова, 2021)². По-перше, вона не передбачає диференціацію процентних ставок за строками, хоча в Україні спостерігається істотна різниця між коротко- й довгостроковими процентними ставками, що стимулює короткостроковість кредитів. Окрім того, програма змушує банки приєднатися до участі в ній, щоб запобігти втраті клієнтів через рефінансування іншими банками – учасниками програми. Також вона не має чітких критеріїв прийнятності позичальників, які постраждали від пандемії.

Галузева структура економіки України й, відповідно, кредитного портфеля корпоративних кредитів банків виявилася стійкою до негативних наслідків пандемії. З відновленням економічної діяльності та поліпшенням умов внутрішньої й зовнішньої торгівлі протягом другого півріччя 2020 р. якість кредитних портфелів корпоративних банків України повернулася до докризового рівня. Зростання простроченої заборгованості у 2020 р. вони компенсували реструктуризацією. У другій половині 2020 р. виникли позитивні тенденції: зниження безробіття, зростання заробітної плати, поживавлення попиту. Усе це дало можливість банкам пом’якшити умови кредитування та в результаті відновити якість портфелів до докризового рівня.

¹ Мінфін: За тиждень підприємці отримали 1 124 пільгових кредитів на 4,02 млрд грн за програмою “Доступні кредити 5–7–9 %”. 2022. 16 трав. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_zatizhden_pidpriiemtsi_otrimali_1124_pilgovikh_kreditiv_na_402_mlrld_grn_zaprogramoiu_dostupni_krediti_5-7-9_infografiki-3446.

² Кредити для бізнесу: як покращити ринок кредитування в Україні / НАБУ. 2021. 29 січ. URL: <https://nabu.ua/ua/olena-korobkova-29.html>.

Відповідаючи на загрозу коронавірусу для здоров'я населення, урядові структури продовжували вживати заходи зі стримування епідемії в Україні, у т. ч. щодо обмеження роботи частини торговельних закладів, готельно-ресторанного бізнесу, розважальних закладів, а також транскордонних поїздок. Варто було очікувати, що найбільше постраждають індустрія послуг (розваги, побут), громадське харчування й туризм – через залежність їхньої виручки від інтенсивності персональних контактів. Сільське господарство та виробництво продемонстрували стійкість до пандемії й короткий період адаптації до нових викликів. Як видно з табл. 6.11, найгіршою якістю кредитів є в сегменті розваг, але водночас тут високий темп зростання залишку боргу. Готельний бізнес продемонстрував кращу життєздатність, ніж очікувалося.

Таблиця 6.11

Динаміка та якість кредитів у галузях, які найбільше постраждали від пандемії

Вид діяльності	01.01.2020		01.01.2022		Зміна за 2020–2021 рр., %
	Залишок боргу, млн грн	Частка НПК, %	Залишок боргу, млн грн	Частка НПК, %	
Діяльність у сфері спорту, відпочинку та розваг	331,5	68	762,4	86	130
Діяльність туристичних агентств	314,0	19	252,7	17	-20
Тимчасове розміщування	1 589,1	23	4 170,7	6	162
Діяльність із забезпечення стравами та напоями	631,1	42	905,5	13	43

Розраховано та складено за даними наглядової статистики Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

В Україні національна програма підтримки галузей економіки, які найбільше постраждали від пандемії, не була реалізована. НБУ тимчасово скасував дію додаткових вимог/буферів капіталу; тимчасово пом'якшив вимоги до розрахунку кредитного ризику при проведенні реструктуризації заборгованості позичальників банку, що постраждали від запровадження обмежень їхньої господарської діяльності; спростив процес стрес-тестування з обмеженням лише одним сценарієм – тривалим впливом пандемії.

Після прийняття Кабінетом Міністрів України постанови від 11.03.2020 № 211¹ було запроваджено обмеження операційної діяльності суб'єктів господарювання та карантинні заходи, що призвело до призупинення роботи транспорту, закриття торговельних та розважальних центрів, ресторанів, шкіл і дитячих садків, офісів підприємств тощо.

¹ Про запобігання поширенню на території України гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2 : постанова Кабінету Міністрів України від 11.03.2020 № 211. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/211-2020-%D0%BF#Text>.

Реструктуризація кредитів належить до основних інструментів підтримки позичальників і кредитних установ в умовах системної кризи, а також є одним із напрямів роботи з потенційно проблемними кредитами. Вона безпосередньо впливає на якість активів, прибутковість (формування резервів, фінансовий результат) і капіталізацію (розмір регулятивного капіталу та адекватність капіталу). Цей інструмент управління кредитним ризиком завжди потребує точного налаштування за участю регулятора, оскільки проблемні кредити можуть бути неправильно класифіковані, а саме реструктуризовані, а не віднесені до категорії непрацюючих, між тим резерви можуть бути неадекватними ризику, тобто заниженими. Відповідно, виникає ілюзія благополуччя й фінансової міцності.

В Україні поняття реструктуризації кредитів найбільш детально регламентується Положенням про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями Національного банку України, а саме розмежування понять “процес реструктуризації” і “сутність реструктуризації”¹. На наш погляд, реструктуризація проблемних кредитів означає перегляд умов кредитного договору з метою послаблення боргового навантаження на клієнта та зниження ймовірності дефолту. Головними складовими реструктуризації саме проблемного кредиту є: а) визнання проблемного стану позичальника, б) неможливість для цього боржника отримати кредит на кращих умовах на ринку та в) факт надання поступки кредитором боржнику. Якщо відсутня будь-яка з перелічених складових, це вказує просто на зміну умов кредиту.

Наприклад, Альтбанк вважає позику реструктуризованою, якщо такі поступки чи модифікації надаються в результаті наявних або очікуваних фінансових труднощів позичальника та на які банк не погодився б у разі фінансової спроможності позичальника². До показників фінансової скрути належать порушення ковенантів або значні побоювання бізнес-підрозділів та/або ризик-підрозділів щодо погіршення фінансового стану боржника. На нашу думку, Прокредит Банк застосовує практичніший підхід до визнання суттєвості в модифікації кредитів, а саме: якщо зміна умов кредиту призводить до зменшення більше ніж на 10 дисконтованої вартості грошових потоків для банку кредитора³. Однак банк не розкриває окремим пунктом суми експозицій і резервів.

Зокрема, АБ “Укргазбанк” визначає: “Реструктуризація – зміна істотних умов за первісним договором шляхом укладання додаткової угоди з боржником у зв’язку з фінансовими труднощами боржника (за визначенням Банку) та необхідністю створення сприятливих умов для виконання ним зобов’язань за активом (зміна процент-

¹ Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями (зі змінами) : постанова Правління Національного банку України від 30.06.2016 № 351. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text>.

² Річний фінансовий звіт за 2020 рік / АТ “Альтбанк”. URL: <https://www.altbank.ua/storage/app/uploads/public/608/7fd/d16/6087fdd166ded465272435.pdf>.

³ Річна фінансова звітність за 2021 рік / Прокредит Банк. URL: <https://www.procreditbank.com.ua/about/otchetnost/annual-reports/>.

ної ставки; скасування (повністю або частково) нарахованих і несплачених боржником фінансових санкцій (штрафу, пені, неустойки) за несвоєчасне внесення платежів за заборгованістю боржника; зміна графіка погашення боргу (строків і сум погашення основного боргу, сплати процентів/комісій); зміна розміру комісії тощо”¹.

Перша Постанова НБУ, в якій дозволялася реструктуризація кредитів унаслідок пандемії коронавірусу, була прийнята 26 березня 2020 р.² У липні 2020 р. НБУ продовжив до 30 листопада дію спрощених правил оцінки кредитного ризику при реструктуризації кредитів, що здійснюються банками у відповідь на економічні проблеми позичальників, зумовлені пандемією COVID-19.

Національний банк ухвалив комплекс антикризових заходів для підтримки банківського сектору та економіки на час запроваджених обмежувальних заходів. Банкам рекомендовано реструктуризувати кредити позичальників, які зазнали фінансових труднощів від запровадження обмежувальних заходів і не можуть обслуговувати кредити. Прийнятними для реструктуризації вважаються кредити, що належним чином обслуговувалися позичальниками до 1 березня 2020 року. Пільговий режим за кредитом можуть отримати громадяни та бізнес, котрі мають фінансові труднощі через карантин, усі, хто повністю або частково втратив дохід і роботу.

Абсолютна більшість українських банків не розкривають публічно умови реструктуризації для бізнесу й домогосподарств, а інформують лише про загальну суму реструктуризації, що ускладнює статистичний аналіз. Однак Укргазбанк відображає в річній звітності³ досить детальну інформацію про кількість і суми кредитів, а також розподіл цих кредитів за стадіями зменшення корисності. У табл. 6.12 наведено кількість та балансову вартість кредитів клієнтам та фінансової оренди станом на 31 грудня 2020 р., щодо яких діють спеціальні програми Укргазбанку, пов'язані з реструктуризацією умов кредитних договорів, спричинених наслідками пандемії COVID-19. Вплив пандемії на загальну якість кредитного портфеля для цього банку можна оцінити як істотний, але у 2021 р. він був значно меншим.

АТ КБ “Приватбанк” у 2020 р. у зв'язку з впливом пандемії COVID-19 переглянув підходи до оцінки й класифікації активів, а також оцінку можливих кредитних збитків та розмір необхідних резервів, враховуючи більш консервативні макропрогнози, а саме: ймовірність реалізації песимістичного сценарію було підвищено з 25 % станом на 31 грудня 2019 р. до 40 % станом на 31 грудня 2020 р.; переглянуті під впливом пандемії COVID-19 прогнози макропоказників було враховано в мо-

¹ Звіт керівництва (звіт про управління). Фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2020 р., зі звітом незалежного аудитора / ПАТ АБ “Укргазбанк”. URL: <https://www.ukrgasbank.com/upload/20%20UGB%20-%20UKR%20IFRS%20financial%20statements.pdf>.

² Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів : постанова Правління Національного банку України від 26.03.2020 № 39. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0039500-20#Text>.

³ Звіт керівництва (звіт про управління). Фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2020 р., зі звітом незалежного аудитора / ПАТ АБ “Укргазбанк”. URL: <https://www.ukrgasbank.com/upload/20%20UGB%20-%20UKR%20IFRS%20financial%20statements.pdf>.

Таблиця 6.12

Кредити та лізинг за програмами Укргазбанку, що пов'язані з наслідками пандемії

Показник	Рік	Великі компанії	Малий і середній бізнес	Фізичні особи	Усього	У т. ч. на три стадії, млн грн
Кількість кредитів і лізингу, од.	2020	58	3 577	46 067	46 502	
	2021	59	236	57 445	57 740	
Сума кредитів та лізингу, млн грн	2020 ¹	6 499,4	1 383,51	833,0	8 715,96	1 253,6
	2021	5 669,5	816,5	884,3	3 730,4	1 797,5
Частка в загальному кредитному портфелі, %	2020	12	3	2	16	
	2021	9	1	1	13	

Складено за фінансовою звітністю АБ “Укргазбанк” за 2021 р.

делях PD і LGD. Вказані заходи призвели до збільшення розміру резерву під очікувані кредитні збитки на 1,25 млрд грн¹. Уже в річному звіті за 2021 р.² Приватбанк зазначив, що фінансовий результат збільшився за рахунок менших сум резервів за кредитними ризиками після формування підвищених резервів у 2020 р.

АТ “Укрексімбанк” у контексті пандемії COVID-19³ актуалізував модель впливу макроекономічних показників на ймовірність дефолту боржників, враховуючи оновлену прогностичну інформацію, а також фактичні внутрішні рейтингові класи й макроекономічні показники. У результаті банк збільшив витрати за очікуваними кредитними збитками на 411 млн грн. Також ним було сформовано список галузей, що найбільше постраждали внаслідок обмежень та економічному спаду, викликаних COVID-19: авіаперевезення; транспорт; туризм; комерційна нерухомість; сфера послуг: заклади харчування й розважальні заклади; готельний бізнес; торгівля автомобілями; будівельна галузь. Такі переглянуті оцінки призвели до збільшення витрат за очікуваними кредитними збитками на 17 млн грн. Окрім того, Укрексімбанк приймав рішення щодо реструктуризації та переглядав класифікацію й оцінку очікуваних кредитних збитків. Це спричинило зростання витрат за очікуваними кредитними збитками на 189 млн грн.

АТ “Таскомбанк” оцінив вплив COVID-19 на суму збільшення очікуваних кредитних збитків у розмірі 142 млн грн⁴. Обсяг реструктуризованих кредитів сягнув

¹ Річний звіт. 31 грудня 2020 року / АТ КБ “Приватбанк”. URL: https://static.privatbank.ua/files/PB_SepUkr_2021.03.15_Zvit_Last_n.pdf?_gl=1*1w3bml8*_ga*MTQ2MTE5MDUzMS4xNjgxODUzODg3*_ga_C7N2L9YCQ9*MTY4OTAMTA2MS4zLjEuMTY4OTAMTA2OC41My4wLjA.

² Річна фінансова звітність за 2021 рік / Прокредит Банк. URL: <https://www.procreditbank.com.ua/about/otchetnost/annual-reports/>.

³ Звіт керівництва (звіт про управління). Річна консолідована фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2021 року, зі звітом незалежного аудитора / АТ “Державний експортно-імпортерний Укрексімбанк України”. URL: <https://www.eximb.com/assets/files/download/a1-1-3-consolidated-fs-exim-2021-encrypt.pdf>.

⁴ Звіт про управління. Фінансова звітність за рік, який закінчився 31 грудня 2020 року, разом зі звітом незалежного аудитора / АТ “Таскомбанк”. URL: https://tascombank.ua/files/A1.1.1_IFRS_FS_TCB_2020_encrypt.pdf.

2,8 млрд грн, або 24 % корпоративного кредитного портфеля. Станом на 31 грудня 2020 р. за такими кредитами в сумі 6,99 млн грн визнано дефолт. Галузева концентрація за реструктуризованими кредитами виглядає так: операції з нерухомістю – 31 %, переробна промисловість – 24 %, діяльність готелів і ресторанів – 12 %, сільське господарство – 12 %, оптова та роздрібна торгівля – 9 %, інші галузі – 13 %. Переважно надавалися короткострокові реструктуризації зі зміною графіка погашення основного боргу. У цілому 60–75 позичальників-домогосподарств після проведених заходів щодо реструктуризації обслуговують кредити згідно з графіком.

АТ “Прокредит Банк” на початку пандемії забезпечив пряму підтримку постраждалих клієнтів та негайно оцінював потенційне збільшення ризику за сегментами портфеля. У 2021 р. оцінка впливу COVID-19 була інтегрована в моніторинг кредитів. Банк застосував жорсткіші вимоги в оцінці, особливо до тих позичальників, які вели бізнес, що найбільше постраждав від карантину. Коли Прокредит Банк пропонував клієнтам мораторій на погашення кредитів, це був тимчасовий захід для розв’язання проблем із ліквідністю. Частка портфеля під мораторієм була меншою від 1 % на кінець 2020 р. і 0 % на кінець 2021 р. Банк, що належить німецькій фінансовій групі, керувався не вимогами НБУ, а стандартами європейського органу нагляду ЕВА, згідно з якими застосування мораторію на погашення боргу саме по собі не призводить до віднесення кредиту до вищого класу ризику. Уже протягом 2020 р. портфель реструктуризованих кредитів постійно скорочувався. Тому керівництво Прокредит Банку має підстави оцінювати вплив пандемії на кредитний портфель як низький¹.

Висновки до розділу 6

У період пандемії COVID-19 ситуація в банківській системі України змінювалася залежно від ситуативних чинників, пов’язаних із динамікою захворювань, а також від активних дій НБУ в монетарній сфері.

Зіставлення зарубіжних тенденцій розвитку монетарних показників із динамікою та структурою вітчизняних показників, а також порівняння стану банківської системи в допандемічний період і під час розгортання пандемії COVID-19 дає змогу визначити такі особливості:

- Показники грошової маси в Україні за 2019–2022 рр. значно зросли. Динаміка грошового агрегату М1 є додатною та свідчить про його стрімке зростання (на 219,3 %), що дало можливість банківській системі використовувати ці гроші як кредитний ресурс під час пандемії.
- Обсяг грошового агрегату М0 у 2022 р. порівняно з 2019 р. зріс більш ніж у 1,5 раза (на 176,6 %), що вказує на підвищення попиту на готівку та збереження грошей поза банківською системою.
- Показник широких грошей М2 за 2019–2022 рр. зріс (на 188,1 %), що фактично дорівнює приросту агрегату М3 за аналогічний термін (187,8 %). За досліджува-

¹ Річна фінансова звітність за 2021 рік / Прокредит Банк. URL: <https://www.procreditbank.com.ua/about/otchetnost/annual-reports/>.

ний період грошова маса за агрегатом М2 практично була прирівняна до агрегату М3, що свідчить про нерозвиненість вітчизняного ринку цінних паперів.

- Монетарні агрегати зростали в симетричних пропорціях і загалом збільшували грошову масу за агрегатом М3.

- Рівень монетизації економіки України під час пандемії COVID-19 підвищився на 12 в. п. – з 36,1 % ВВП у 2019 р. до 48,2 % ВВП у 2022 р. Для порівняння: у Болгарії рівень монетизації економіки сягав 85 % ВВП, в Албанії – 77 %, у Хорватії – 74 %, у Польщі – 68 % ВВП. Низька монетизація впродовж 2019–2022 рр. є одним із факторів повільної динаміки й адаптивності національної економіки, адже достатня забезпеченість грошима належить до основних умов економічного зростання.

- В Україні відношення грошової бази до ВВП у 2021 р. становило 12 % і було вдвічі меншим, ніж у Молдові й Грузії, та в 2,5 раза нижчим, ніж в Албанії, Болгарії й Хорватії. Відношення монетарної бази до ВВП підтверджує тенденцію уповільнення динаміки, що призводить до подальшого звуження можливостей реального сектору економіки.

- Державні трансферти разом із різким скороченням податкових надходжень призвели до значного збільшення фіскального дефіциту єврозони, із 0,6 % ВВП у 2019 р. до 7,2 % ВВП у 2020 р., що стало причиною великої емісії державних облігацій.

- Більшість таких облігацій були придбані кредитно-фінансовими інститутами, що призвело до істотного накопичення грошей КФІ, а масова купівля ними державних цінних паперів стала основним джерелом зростання агрегату М3 в зоні євро.

- У сучасних умовах спостерігаються дві протилежні тенденції: пандемія сприяла активізації роздрібної торгівлі через Інтернет, що зменшило потреби суспільства в готівці, однак панічні настрої населення породили попит на збереження грошей поза банками, про що свідчить позитивна динаміка грошового агрегату М0.

- Позиція центральних банків щодо управління готівковим грошовим обігом відіграє важливу роль у його майбутньому. У контексті зазначеного НБУ доречно запровадити регулярний моніторинг готівкового грошового обігу, включаючи поведінку населення в проведенні платежів.

- Напередодні пандемії COVID-19 діагностика банків, яка регулярно здійснювалася НБУ з використанням стрес-тестів та оцінки якості активів, давала регулятору підстави вимагати від слабких банків підвищити регулятивний капітал. У результаті абсолютна більшість установ мали рівень капіталізації з достатнім запасом. На думку авторів, головний висновок полягає в небезпеці створення ілюзії стабільності банківської системи, якщо стрес-тести використовувати в ролі основного інструмента для оцінки фінансової стійкості банків.

- Прибутковість більшості українських банків підтримувалася на гранично низькому рівні (прибутковість активів до 1 %, маржа прибутку менша за 5 %). Багато банків розформували резерви, визнаючи ситуативне поліпшення якості активів. Тому в разі погіршення якості кредитів ці установи визнавали збитки, не маючи запасу міцності.

- Наявність незалежних наглядових рад державних банків не гарантує результативність і надійність їхньої роботи. Належне корпоративне управління є однією з передумов, але не визначальним фактором фінансової стійкості банку в разі системних стресів.

- У цілому банки з державним капіталом, за винятком Укргазбанку, показали високу стійкість до стресу, але саме завдяки цьому банку та Ощадбанку частка коштів державних банків скоротилася. Банки з іноземним капіталом (без урахування проблемних банків із російським капіталом) упевнено нарощували свою клієнтську базу. У результаті частка банків з іноземним капіталом зросла на 2 в. п. У сегменті банків із місцевим капіталом окремі великі й середні установи забезпечили високі темпи приросту коштів. Частково успіх дрібних банків можна пояснити пропозицією цифрових каналів обслуговування, особливо актуальних під час карантину.

- Моніторинг змін процентних ставок за депозитами вказує на переважання тенденції здешевлення ресурсу в умовах пандемії. Ця тенденція може бути пояснена зниженням попиту банків на ресурси через стагнацію кредитування. Подальше погравлення економіки та активізація кредитування ведуть до підвищення ставок за вкладами. Підкреслимо, що в гривні діапазон ставок розширився залежно від строку вкладу. Загалом можна констатувати, що пандемія не спричинила подорожчання вартості ресурсів.

У контексті викладеного вважаємо за доцільне врахування НБУ таких рекомендацій:

1. Прийняття змін у вимогах регулятора до управління операційними ризиками та планування на випадок надзвичайних ситуацій, зокрема в Положенні про плани відновлення діяльності банків України та банківських груп, затвердженому постановою Правління НБУ від 18.07.2019 № 95; постанові правління НБУ “Про особливості застосування вимог окремих нормативно-правових актів і внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України у зв’язку з установленням карантину та запровадженням обмежувальних заходів” від 03.04.2020 № 46; Положенні про організацію системи управління ризиками в банках України та банківських групах, затвердженому постановою Правління НБУ від 11.06.2018 № 64.

2. Ухвалення положення НБУ про механізм підтримання ліквідності банків у період дії надзвичайних ситуацій воєнного стану, включаючи створення фонду колективної підтримки банків у випадку системних стресів за рахунок регулярних відрахувань комерційними банками в пропорції до розміру активів за диференційованою шкалою (підвищений збір для системно важливих банків).

3. Запровадження певного виду щорічного збору на користь державного бюджету від кожного системно важливого банку у відсотках до певного показника діяльності банку (активів або залучених коштів клієнтів).

4. Хоча пандемія прискорила впровадження цифрових технологій у банківську справу, цифрові канали наразі використовуються менше, ніж на піку пандемії. Одна з причин суто статистична: вища активність осіб у придбанні фінансових продуктів, які стали доступними у відділеннях. Тобто за збереження активності в цифрових

каналах частка транзакцій у філіях зросла. Утім, залишається багато складних питань, котрі варто вирішувати в прямих контактах. Більше споживачів використовують цифрові канали, але їхня взаємодія з банком потрапляє в одну з трьох (майже однаково великих) категорій: лише цифрові, лише фізичні чи багатоканальні.

5. Звичайно, люди досі віддають перевагу особистим контактам для складних або критичних взаємодій, таких як подання заявки на іпотеку чи відкриття рахунків. Взаємодія людей у відділеннях, найімовірніше, впливатиме на задоволеність клієнтів більше, ніж онлайн банкінг або мобільні канали. Отже, філії повинні зосередити свої людські ресурси на цих диференційованих послугах, що сприяють залученню, задоволенню й утриманню клієнтів, створюючи цифровий досвід у відділенні для спрощення транзакцій.

6. Багатоканальна стратегія продажу продуктів і послуг банками є фактором успіху. Їм слід поєднувати цифрові можливості та взаємодію з людьми з особистими порадами. Це складна в реалізації стратегія, яка потребує передбачення змін споживчих уподобань, розумних і своєчасних інвестицій у цифровізацію й умілого управління персоналом у філіях.

7. Ключовою загрозою для банків, що працюють лише з цифровими засобами, є вміле використання традиційними банками пандемії коронавірусу. Якщо традиційні банки пропонуватимуть своїм клієнтам зручні послуги електронного банкінгу, банки, які працюють виключно в цифровому форматі, втратять шанс переконати клієнтів віддати перевагу їхньому бренду. Традиційні банки також перебувають у процесі цифровізації та не збираються відставати.

8. Допомога бізнесу в Україні залишалась обмеженою за масштабами й адресністю, особливо стосовно підприємств, які найбільше постраждали від наслідків пандемії.

9. Заслугує на адаптацію в Україні позитивний досвід східноєвропейських країн, що мають схожий економічний потенціал і бюджет (Польщі, Угорщини, Хорватії, Словенії, Словаччини, Чехії). Державна допомога фіскального характеру має бути чітко структурована за трьома напрямками: домогосподарства, підприємства (бізнес) та місцеві органи влади.

10. Фонд розвитку підприємництва, по суті, узяв на себе місію національного банку розвитку. Однак його вплив на кредитну активність банківського сектору був обмежений масштабами рефінансування банків. Це дає підстави вважати, що зазначений фонд зміг здебільшого нейтралізувати негативний ефект пандемії, а проте Україні необхідна повноцінна установа розвитку з більшим капіталом та ресурсною базою.

11. Пандемія COVID-19 сформувала передумови для створення в Україні Національного рятівного фонду шляхом відрахувань від податків на прибутки підприємств. Цільовий розмір такого фонду може бути встановлений на рівні щонайменше 2 % ВВП. Слід виходити з того, що подібні явища можуть повторитися, й готувати ресурси для підтримки домогосподарств і підприємств на національному рівні.

12. У часи спалаху пандемії (2020–2021 рр.) мережа філій найбільше скоротилася саме в перший рік, а вже у 2021 р. темпи скорочення філій повернулися до докризового рівня. Основний внесок у зменшення кількості філій зробили державні банки, що мали найрозгалуженіші мережі. Крім того, згортання філій було послідовним, як і в попередні роки. Пандемія стала лише додатковим фактором цієї тенденції.

13. Можна констатувати досягнення банками оптимальної кількості філій для реалізації власної стратегії бізнесу. У цілому в кількісному плані пандемія не спричинила явного негативного впливу на мережу філій вітчизняних банків, а більше спонукала їх до технічної модернізації відділень.

14. Пандемія COVID-19 прискорила навчання та міграцію приватних осіб для користування дистанційними каналами сервісу банків – електронною поштою, вебсайтами й мобільною телефонією. Також у період суворого карантину було протестовано системи ІТ банків на предмет швидкого переходу на роботу персоналу в дистанційному режимі.

15. Переважна більшість банківських установ мали надлишкові запаси ліквідності, утримуючись від активного кредитування та розміщуючи значні кошти в ОВДП і депозитних сертифікатах НБУ. Такі інструменти дають змогу генерувати практично однакову з кредитним портфелем дохідність, не вимагаючи при цьому формування резервів та операційних витрат на супровід транзакцій.

16. Дії НБУ з регулювання питань реструктуризації кредитів можна вважати паліативними, оскільки вони не враховують належною мірою загрозу безвідповідальної поведінки як кредиторів, так і боржників. НБУ повинен розробити чіткіші критерії класифікації кредитів, що реструктуризовані, визначити фінансові труднощі позичальника, поступки з боку кредитора, встановити вимоги до звітності про реструктуризацію та її оприлюднення в річній звітності, не поєднувати реструктуризацію бізнесу позичальника з реструктуризацією проблемної заборгованості. Потрібно також враховувати, що пролонговані кредити згодом можуть виявитися проблемними, а позичальник після закінчення канікул може бути нездатним відновити погашення боргу.

17. Національний банк має розробити єдині вимоги до банків щодо розкриття інформації у звітності про реструктуризовані кредити у зв'язку з COVID-19.

18. Вітчизняні банки зазнали помірно негативного впливу на якість кредитного портфеля через те, що пандемія вдарила найбільше по тих секторах економіки, які вони обмежено кредитували, або тих, котрі відіграють незначну роль у створенні додаткової вартості (туризм, заклади харчування, розваги, авіаперевезення, освіта). У цілому або для більшості банків пандемія спричинила матеріалізацію помірного ризику (в діапазоні 1–5 % кредитного портфеля).

19. Вітчизняна й передова міжнародна практика щодо реструктуризації кредитів схожі в плані погодження регуляторів продовжувати класифікацію таких працюючих кредитів. Однак варто встановити вимогу щодо обмеження повторної реструктуризації для цих самих боржників, і в такому разі визнавати кредит як проблемний із погіршенням класу ризику та переведенням у другу стадію.

20. НБУ покликаний узагальнити результати виконаної банками роботи з реструктуризації кредитів (організація діяльності, скарги клієнтів, достовірність звітності, антикризові заходи позичальників, відновлення погашення після завершення активної фази пандемії) та надати банкам конкретні рекомендації.

21. Регулятор повинен визначити граничний період мораторію (кредитних канікул), який можуть застосовувати банки, у 6 чи 9 місяців (у настановах ЕВА рекомендується саме 9 місяців). Схема реструктуризації має бути розроблена таким чином, аби позичальники, котрі зіткнулися з тимчасовими труднощами, змогли відновлювати погашення кредиту після закінчення дії мораторію.

22. Кредитний ризик у період активної фази пандемії реалізувався меншою мірою, ніж очікував НБУ. Вплив COVID-19 не був таким катастрофічним, як прогнозували експерти й банки. Цьому сприяла здатність банків оперативно проводити реструктуризацію кредитів позичальників, які мали тимчасові фінансові труднощі, та стимулювання за рахунок державних програм підтримки бізнесу.

23. Існує небезпека заниження резервів під кредитні ризики банками та іншими кредиторами, тому регулятор має надати чіткі установки як кредитним організаціям, так і їх аудиторам. Поточні обставини є складними для оцінки очікуваних збитків та накладають високу відповідальність на аудиторів щодо достовірності звітності й оцінки реального стану банків.

24. Ще одним фактором нейтралізації впливу пандемії було те, що найбільше постраждали галузі економіки, які українські банки кредитували в незначних обсягах. Натомість аграрний сектор, що домінує в портфелі банків, показав свою здатність витримувати стреси. Разом із тим частина кредитних втрат була визнана банками лише у 2021–2022 рр., коли виникав дефолт або закінчився термін відстрочення погашення боргу. Рівень кредитного ризику в банківській системі досі залишається високим.

25. Державні банки в умовах пандемії не продемонстрували свою роль лідерів ринку кредитування, зосередивши зусилля на скороченні проблемних активів, а не на видачі нових кредитів.

26. Для стимулювання кредитної активності банків украй важливо запровадити фінансові заходи підтримки бізнесу й домогосподарств, що підвищить їхню платоспроможність і, відповідно, поліпшить обслуговування заборгованості, полегшить доступ до нових кредитів.

27. Антикризові програми центрального банку на випадок подібних пандемій повинні бути розроблені заздалегідь та перебувати в резерві для оперативного запуску. Такі програми мають бути чітко орієнтовані на стимулювання кредитної активності банків.

■ Розділ 7

ТЕНДЕНЦІЇ ЗМІН ДОХІДНОЇ ТА ВИДАТКОВОЇ ЧАСТИН ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ, МІСЦЕВИХ БЮДЖЕТІВ У “ДОКРИЗОВИЙ” ПЕРІОД ТА ПЕРІОД РОЗГОРТАННЯ ПАНДЕМІЇ COVID-19

7.1. Тенденції зміни видатків державного бюджету на потреби сталого розвитку в “докризовий” період та період розгортання пандемії COVID-19

Сьогодення ставить дедалі більше нових викликів перед глобальним суспільством та національними економіками. Зокрема, з початком коронавірусної кризи на глобальному рівні відбулася трансформація пріоритетів у сфері фінансів та інвестицій в частині активізації підтримки ініціатив сталого розвитку. Міжнародні фінансові, управлінські та бізнес експерти наголошують на необхідності реалізації проектів, що відповідають критеріям сталого розвитку, в т. ч. підтримують результативність екологічного, соціального та корпоративного управління.

Під час пандемії часи COVID-19 парадигма сталого розвитку набула особливого значення, що зумовило потребу в трансформації відповідних концепцій та практичних заходів підтримки сталого розвитку. Відповідно, вартими уваги є дослідження, як концептуальних засад сталого розвитку, так і видатків державного бюджету для потреб сталого розвитку. Зокрема, визначальним стало те, скільки уряд витрачає на допомогу у зв'язку із складною епідеміологічною ситуацією. Так, уряди розвинутих країн мають можливість витрачати трильйони доларів США з метою підтримки соціальної сфери, що може становити близько 20 % ВВП. Натомість уряди країн, що розвиваються, можуть витрачати лише близько 2 % ВВП на подолання кризової ситуації. Тобто чим нижчий рейтинг країни, тим менше уряд витрачає на охорону здоров'я та інші соціальні послуги (Домарадзька, & Фурман, 2012; Матос, 2020).

З огляду на наведені тенденції зростає актуальність оцінки можливостей та перспектив фінансування проектів сталого розвитку в рамках теоретичних та прикладних досліджень цього напрямку. У свою чергу, для підтримки конкурентних позицій національної економіки на міжнародних

ринках варто проаналізувати тенденції зміни структури видатків державного бюджету та можливості розвитку фінансування проєктів сталого розвитку, зважаючи на аналогічний міжнародний досвід.

Цілі сталого розвитку було визначено та оприлюднено експертами ООН у 2015 р. як ключові рекомендації урядам усіх країн¹. Реалізація кожної ЦСР потребує реалізації ряду специфічних процесів. Відповідно, результативність їх реалізації потребує залучення фінансових ресурсів. Незважаючи на розширення спектра доступних джерел фінансування пріоритетів сталого розвитку, у багатьох країнах світу ключовим індикатором результативності національної соціально-економічної політики все ще залишаються видатки державного бюджету. Відповідно, економічну сутність формування видатків державного бюджету доцільно пов'язувати саме із потребою розв'язання комплексу завдань соціально-економічного розвитку, виконання функцій держави задля регулювання економічних та соціальних процесів. З огляду на достатньо широке трактування поняття видатків державного бюджету, традиційним для економічної науки та практики є виокремлення окремих їх класифікацій: згідно з функціями на виконання яких націлені зазначені видатки; відповідно до економічних характеристик операцій на які були спрямовані видатки; залежно від конкретних розпорядників бюджетних коштів; відповідно до бюджетних програм (Гернего, 2018).

У контексті нашого дослідження важливо звернути увагу на різні аспекти класифікації видатків державного бюджету для досягнення ЦСР. На рівні міжнародних організацій питаннями фінансової підтримки ЦСР займаються експерти ПРООН в Україні у співробітництві із фахівцями ВООЗ, ЮНІСЕФ та ЄЕК ООН. В основу подібних розробок покладено пошук ефективніших механізмів та інструментів управління наявними та потенційними потоками фінансових ресурсів. Зокрема, протягом останніх років активно реалізується Спільна програма (СП) “Сприяння процесам стратегічного планування та фінансування сталого розвитку на національному та регіональному рівнях в Україні”. Відповідно, у її рамках розглядають та деталізують чотири ключові ініціативи, а саме: опрацювання Інтегрованої національної системи фінансування (ІНСФ); реалізація заходів для здійснення інтегрованої оцінки, що дасть можливість охарактеризувати ступінь включення ЦСР до системи планування на національному та субнаціональному рівнях; розроблення та поширення оглядів усіх поточних механізмів фінансування сталого розвитку; проведення оцінки системи бюджетування для ЦСР.

Інтегровану національну систему фінансування (ІНСФ) в Україні було впроваджено у 2019 р. у відповідь на міжнародні потреби та вимоги до стратегій сталого розвитку (рис. 7.1).

Відповідно, у доповідний період в Україні інтегрована національна система фінансування дала змогу сформулювати спільне бачення стратегічних пріоритетів та цілей розвитку національної економіки з урахуванням глобальних викликів, мож-

¹ Трансформація нашого світу: Порядок денний стійкого розвитку 2030: Програма ООН. URL: <http://www.un.org.ua/ua/tsili-rozvytku-tysiacholittia/tsili-staloho-rozvytku>.



Рис. 7.1. Парадигма становлення інтегрованої національної системи фінансування (ІНСФ) у доковідний період

Побудовано авторами.

ливостей та перешкод. На державному рівні, за підтримки ПРООН у 2021 р. засновано міжвідомчу робочу групу з метою впровадження ІНСФ. Таким чином, наведені процеси є доволі багатоаспектними, оскільки поєднують питання європейської і євроатлантичної інтеграції економіки України, аспекти проведення національних та регіональних реформ, функціонування бізнес-асоціацій та стратегій розвитку окремих бізнесів (Марушевський, 2015).

Натомість у постковідний період виникає необхідність реалізації поточних цілей в контексті національної стратегії сталого розвитку. Зокрема, складна епідеміологічна ситуація підкреслила особливу вразливість національних систем охорони здоров'я. Тому у вказаному контексті Україна скористалася європейським досвідом у рамках Програми EU4Health, яку було створено у відповідь на пандемію COVID-19 з метою посилення системи охорони здоров'я ЄС та її готовності до кризових ситуацій. Для реалізації програми виділено близько 5,3 млрд. євро на період 2021–2027 рр. Цей бюджет заклав основу для продовження інтеграції системи громадського здоров'я до європейської системи громадського захисту. Реалізація поточних пріоритетів програми EU4Health допомогла сформувати стратегічні напрями для інвестування з метою розбудови Європейського союзу охорони здоров'я, зокрема: розбудова фінансової стратегії для посилення стійкості ЄС до трансграничних загроз здоров'ю у відповідь на кризові наслідки COVID-19; залучення інвестицій для реалізації Європейського плану подолання раку; фінансове забезпечення фармацевтичної стратегії для Європи; залучення додаткових інвестицій для оцифровування систем охорони здоров'я; фінансування ініціатив, пов'язаних із зменшенням кількості інфекцій, стійких до антимікробних препаратів, підвищенням рівня вакцинації¹.

Відповідно, постковідна інтегрована національна система фінансування є гнучкою та передбачає трансформацію орієнтирів із регіонального та міжнародного

¹ EU4Health programme 2021-2027 – a vision for a healthier European Union. URL: https://health.ec.europa.eu/funding/eu4health-programme-2021-2027-vision-healthier-european-union_en.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

рівнів на функціональні характеристики окремих ініціатив, поєднання поточних пріоритетів зі стратегічними цілями задля руху в напрямі досягнення ЦСР. В основі реалізації заходів для здійснення інтегрованої оцінки, що дає можливість охарактеризувати ступінь включення ЦСР до системи планування на національному та субнаціональному рівнях, у доповідний період перебували процеси стратегічного планування національної економіки. Виникла потреба в оцінці результативності включення ЦСР до системи оцінки на національному рівні. Експерти ПРООН запропонували використовувати швидку інтегровану оцінку (RIA). На національному рівні визначено низку факторів, які фасилітують упровадження ЦСР на рівні держави та регіонів (табл. 7.1).

Таблиця 7.1

Фактори сприяння включенню ЦСР у систему національного та регіонального планування: досвід Норвегії

Категорія	Фактори включення ЦСР
Фінанси (ресурси та потенціал)	Попередня оцінка наявного часу та інших ресурсів для впровадження ЦСР. Включення ЦСР в процес планування, підлаштування існуючих методик оцінки до критеріїв ЦСР
Технології	Вибір адекватних методів та інструментів для реалізації ЦСР. Доступ до місцевої методологічної бази. Відбір показників для вимірювання поточного стану та прогресу у сфері сталого розвитку, зокрема, як розглядати якісні питання, котрі не піддаються вимірюванню, аби переконатися, що вони не залишилися поза увагою. Вивчення наявного бекграунду для реалізації ЦСР на місцевому рівні. Розвиток інформаційної бази для впровадження ЦСР на місцевому рівні
Знання	Організація доступу до зрозумілих і релевантних знань про ЦСР і про те, яку роль вони повинні відігравати – потреба в систематичному вивченні усталеної нормативної бази та існуючих трендів. Доступ до знань про відповідні існуючі мережі. Доступ до успішних кейсів реалізації ЦСР у місцевому та регіональному плануванні. Мати системи для обміну знаннями на державному рівні та між організаціями, які реалізують ЦСР
Політика	Потреба в чітких повідомленнях від національного уряду про те, чого вони хочуть і очікують. Необхідність участі в організації відповідної законодавчої та нормативної бази на рівні місцевих громад. Підтримка від регіональних і місцевих політиків. Цілі розвитку мають бути включені у фінансові плани. Проведення регуляторної політики у сфері зеленої економіки. Уникнення прив'язки бюджетів до статутних завдань і попередніх пріоритетів
Культура	Необхідність загального розуміння того, що означає сталий розвиток, що означає робота з ЦСР і як інтерпретувати ЦСР на місцевому та регіональному рівнях
Управління та інституції	Необхідність внутрішньої координації та діалогу між секторами в муніципалітеті/раді округу. Необхідність спільної методології для роботи з ЦСР на всіх рівнях. Необхідність міжгалузевого розуміння цілей на національному рівні. Потреба в узгодженості принципів, вказівок державних органів на основних рівнях, зокрема

Закінчення табл. 7.1

Категорія	Фактори включення ЦСР
	в просторовому та транспортному плануванні. Уникнення роботи з цілями розвитку як процесу згори донизу, що не забезпечує залучення тих, хто збирається реалізовувати цілі. Необхідність належного зв'язку між планом розвитку громади та фінансовим планом. Потреба в наданні окремими радами вказівок та допомозі з їхнього боку муніципалітетам. Необхідність координації діяльності на місцевому, регіональному та національному рівнях. Потреба в організації співпраці держави з бізнесом і наукою
Право (закони та нормативні акти)	Дотримання законодавства в частині планування та розбудови

Складено авторами.

Однак, зважаючи на комплексність процесів стратегічного планування, включення ЦСР до програмних документів виявляється недостатньою. Тому для розроблення ефективної системи оцінки було запропоновано пов'язати результативність досягнення конкретних ЦСР із бюджетами, залученими для їх реалізації. Відповідно, експерти ПРООН беруть до уваги не безпосередньо виконані завдання за результатами впровадження ЦСР, а співвідношення результатів із ресурсами, виділеними для їх реалізації (розроблено інструмент RIA+)¹.

На глобальному рівні для швидкої інтегрованої оцінки відбувається поділ функцій та виокремлення груп цілей (сфер оцінки) в контексті політики сталого розвитку (рис. 7.2).

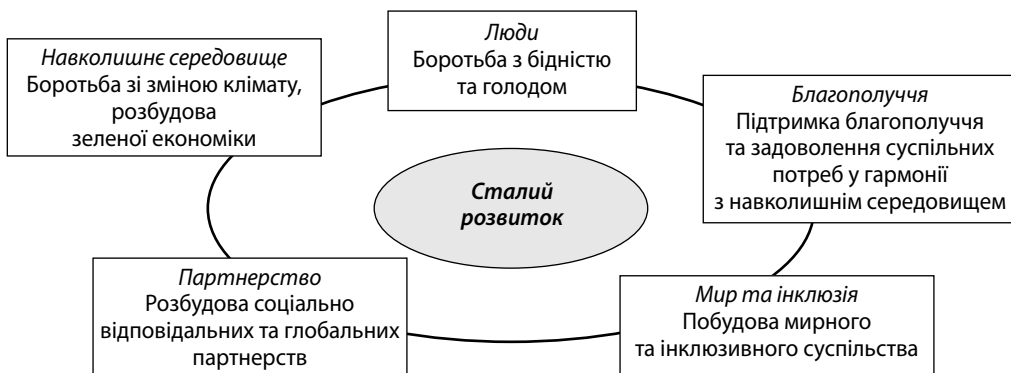


Рис. 7.2. Сфери інтегрованої оцінки досягнення ЦСР

Побудовано за: Трансформація нашого світу: Порядок денний стійкого розвитку 2030: Програма ООН: веб-сайт. URL: <http://www.un.org.ua/ua/tsili-rozvytku-tysiacholittia/tsili-staloho-rozvytku>.

¹ Україна 2030: Доктрина збалансованого розвитку. Львів : Кальварія, 2017. 168 с.; Rapid Integrated Assessment - SDG Integration. URL: <https://sdgintegration.undp.org/RIA>.

В Україні запровадження швидкої інтегрованої оцінки (RIA+) пов'язане з укладенням Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, яка враховує стратегічні та програмні пріоритети, головним чином для цілей виконання ЦСР щодо пріоритетів зеленої енергетики (ЦСР 7) та охорони навколишнього середовища (ЦСР 6, 12–15), а також реалізації політики регіонального розвитку. У процесі оцінювання враховуються комплекс стратегій розвитку, затверджений Кабінетом Міністрів України, а також ключові положення Плану заходів з імплементації Угоди про асоціацію. Пандемія COVID-19 підкреслила важливість деталізованої оцінки виконання ЦСР. Відповідно, потреби сектору охорони здоров'я та безпеки життя заклали нові пріоритети для поточної оцінки та стратегічного планування механізмів фінансування сталого розвитку, проведення оцінка системи бюджетування для ЦСР.

Потенціал залучення міжнародних фінансових ресурсів для реалізації ЦСР багато в чому залежить від спроможності держави реалізовувати своєрідний інвестиційний план, який передбачає: належну управлінську та інформаційну підтримку під час укладення міжнародних угод; захист і гарантії прав іноземних інвесторів, зокрема враховуються національна безпека, вимоги до ведення бізнесу, соціальні гарантії для працівників; чіткий механізм планування та аудиту результативності проєктів людського розвитку, реалізованих за рахунок ресурсів іноземних інвесторів.

Тобто загальнодержавні ресурси, здебільшого, націлені на стимулювання залучення іноземних інвестицій для задоволення цілей людського розвитку. Натомість побудова законодавчого та нормативного поля з метою стимулювання альтернативних програм його підтримки має потенціал для подальшої еволюції на регіональному та місцевому рівні: відбувається конкретизація заходів за рахунок зусиль місцевих органів влади, спрямованих на поліпшення інфраструктури, підвищення продуктивності праці та вирішення інших питань, пов'язаних із розвитком соціальної сфери. У свою чергу, конкретизація цілей людського розвитку відбувається за рахунок формування фондів (Радіонов, 2019)¹. Зокрема, у багатьох державах досить поширене створення спеціальних фондів фінансових ресурсів цільового призначення, які є відокремленою ланкою фінансової системи.

Для державних цільових фондів характерна низка переваг, які проявляються в контексті збалансування людського розвитку, зокрема: державні цільові фонди здатні забезпечити додаткове фінансове забезпечення для реалізації державних, регіональних та місцевих цільових програм; здатні впливати на процеси суспільного виробництва за рахунок потенціалу фінансування та субсидування соціально-відповідального бізнесу; мають потенціал для реалізації пріоритетних напрямів соціального захисту населення за рахунок виплат пенсій, субсидій та інших різновидів соціальної допомоги; формують фінансові ресурси для реалізації природо-

¹ Integrated National Financing Frameworks. Department of Economic and Social Affairs. Financing / United Nations. URL: <https://financing.desa.un.org/what-we-do/other/integrated-national-financing-frameworks>

охоронних заходів; формують основу для ефективного контролю цільового використання державних ресурсів (Bardal et al., 2021)¹.

З метою підвищення ефективності фінансування сталого розвитку у рамках Спільної програми ООН з фінансування ЦСР розроблено інструмент оцінки фінансування розвитку (DFA). В Україні оцінку за критеріями DFA було проведено наприкінці 2021 р. з метою аналізу фінансування ЦСР із різних джерел. У результаті визначено, що, незважаючи на розвиток фінансування з приватних джерел, державне фінансування залишається пріоритетним з точки зору забезпечення ЦСР. Відповідно, максимальна частка ЦСР фінансується саме за рахунок ресурсів державного та місцевого бюджетів. Крім того, саме держава створює основу для підвищення ефективності залучення ресурсів з приватних джерел та залучення міжнародних донорів. Проведена оцінка показала існуючі проблеми, а саме фрагментарність урахування ЦСР у контексті економічної активності, відсутність стратегічного підходу до планування їх досягнення на регіональному та національному рівнях (Monkelbaan, 2019; Nhamo, Odularu, & Mjimba, 2020; Гернего, 2020; Куцик, Ковтун, & Башнянин, 2015). Відповідно, діюча система бюджетування для досягнення ЦСР в Україні ґрунтується на **державному фінансуванні сталого розвитку**. Оскільки, окремої класифікації видатків на ЦСР не існує, вартими уваги є класифікації, здатні відобразити окремі компоненти сталого розвитку (рис. 7.3).



Рис. 7.3. Тенденції зміни видатків державного бюджету за функціями в контексті ЦСР

Побудовано за: Open Budget. URL: <https://openbudget.gov.ua/>.

¹ Фінансування заходів, спрямованих на досягнення Цілей сталого розвитку в Україні: чотири ключові фактори успіху / UNPD Ukraine. URL: <https://www.undp.org/uk/ukraine/news/finansuvannya-zakhodiv-spryamovanykh-na-dosyahnennya-tsiley-staloho-rozvytku-v-ukrayini-chotyry-klyuchovi-factory-uspikhu>; Програма EU4HEALTH / Центр громадського здоров'я МОЗ України. URL: <https://phc.org.ua/news/opis-programi-eu4health>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Розподіл видатків державного бюджету за функціями показує тенденції зміни державних поточних та стратегічних пріоритетів. Зокрема, відповідні трансформації можна простежити в контексті аналізу видатків у доковідний та постковідний періоди (рис. 7.4)

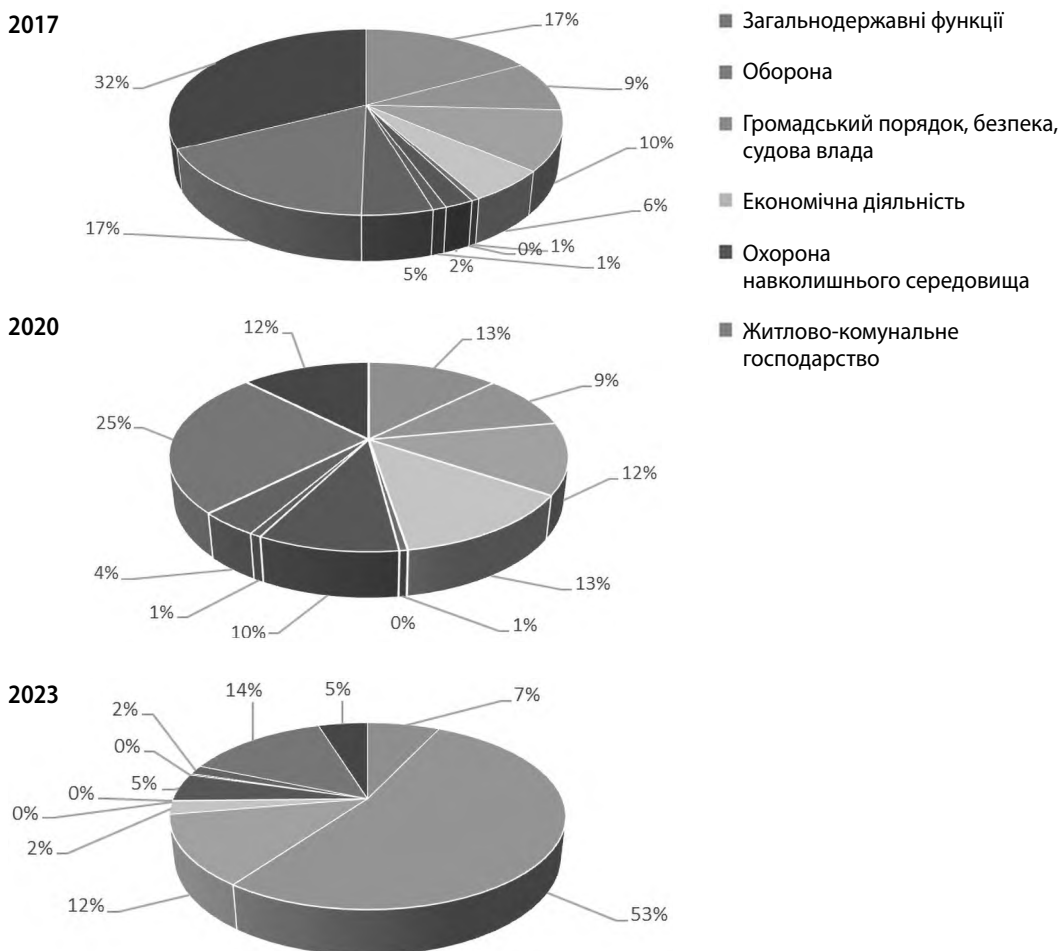


Рис. 7.4. Зміна структури державних видатків у доковідні та постковідні роки

Побудовано за: Open Budget. URL: <https://openbudget.gov.ua/>.

У 2017 р. максимальну частку видатків становили міжбюджетні трансфerti (32 %). Натомість під час пандемії COVID-19 у 2020 р. вони знизилися до 12 %, а у 2023 р. дорівнювали 5 %. Друга за величиною стаття державних видатків у 2017 р. (на соціальний захист та соціальне забезпечення) становила 17 %. Під час пандемії COVID-19 у 2020 р. ці видатки дорівнювали 25 %, що пов'язано зі швидкою тран-

сформациєю потреб суспільства. У 2023 р. повномасштабна війна зумовила чергову зміну структури видатків. Видатки на соціальний захист та соціальне забезпечення досягли 14 %. У 2023 р. також зменшилася частка видатків на загальнодержавні функції до 7 %. Натомість у 2023 р. основну частку витрат державного бюджету утворювали видатки на оборону (53 %), тоді як у 2017 та 2020 рр. вони становили по 9 %. У 2020 р. внаслідок пандемії COVID-19 зросли видатків на охорону здоров'я (10 % у порівняно з 2 % у 2017 р.). У 2023 р. вони дорівнювали 4 %.

За оцінками експертів ПРООН Україна, державне фінансування застосовується для реалізації усіх ЦСР. Однак лише незначна частка цих ресурсів припадає на ЦСР 14 “Збереження морських ресурсів”. У рамках ЦСР 13 “Пом’якшення наслідків зміни клімату” в розрізі національної системи ЦСР передбачається тільки виконання завдання “зниження викидів парникових газів”. У свою чергу, фінансування у рамках програм соціальної допомоги сприяє реалізації ЦСР 1 “Подолання бідності” та ЦСР 10 “Скорочення нерівності”. Державна підтримка виконання завдань у рамках ЦСР 2 “Подолання голоду, розвиток сільського господарства” відбувається за рахунок програм, націлених на підтримку сільськогосподарських виробників. Це стосується як політики прямих бюджетних трансферів, так і коригування схем оподаткування сільськогосподарських виробників. Пандемія COVID-19 стала чинником для збільшення державного фінансування ЦСР 3 “Міцне здоров’я і благополуччя”, реформування медичної галузі. Узагальнюючий характер відносно ЦСР має реалізація цілі 17 “Партнерство заради сталого розвитку” в основі фінансування якої лежать видатки на обслуговування державного боргу. Адже стає партнерство України залежить від вчасного та достатнього обслуговування державного боргу¹.

7.2. Аналіз тенденцій змін дохідної частини Державного бюджету України в “допандемічний” період (2013–2019 роки), період розгортання та спаду пандемії COVID-19 (2020–2022 роки)

Класифікація доходів Державного бюджету України у 2013–2021 рр. Основні визначення, пов’язані з Державним бюджетом України, наведено в БКУ (ст. 2)². Доходи визначаються як “податкові, неподаткові та інші надходження на безповоротній основі, справляння яких передбачено законодавством України (включаючи трансфери, плату за надання адміністративних послуг, власні надходження бюджетних установ)” (ст. 2, п. 23 БКУ).

Класифікація доходів Державного бюджету України здійснюється згідно з наказом Міністерства фінансів України “Про бюджетну класифікацію”³. У звіті про

¹ Витрати державного бюджету / Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/expense/2017/>; Аналіз ефективності законодавчого регулювання надання соціальної допомоги в Україні для основних цільових груп / КІШЕ. 2021. Липень. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2021/07/Sotsialni-dopomogi_doslidzhennya.pdf.

² Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI. Ст. 572. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>.

³ Про бюджетну класифікацію : наказ Міністерства фінансів України від 14.01.2011 № 11. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0011201-11#Text>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

виконання Державного бюджету України, крім класифікації доходів бюджету, застосовується функціональна класифікація видатків та кредитування бюджету, економічна класифікація видатків бюджету, класифікація кредитування бюджету, класифікація фінансування бюджету за типом кредитора, класифікація фінансування бюджету за типом боргового зобов'язання, класифікація боргу за типом кредитора та класифікація боргу за типом боргового зобов'язання. Укрупнену класифікацію доходів держбюджету наведено в табл. 7.2. Вони складаються з чотирьох укрупнених груп: податкові надходження, неподаткові надходження, доходи від операцій з капіталом, офіційні трансферти. У статистичному збірнику “Бюджет України” виокремлено 10 базових доходів Державного бюджету України¹. Ці доходи Державного бюджету України виділено курсивом (табл. 7.2), і вони та їх динаміка є об'єктом наших досліджень.

Таблиця 7.2

Доходи Державного бюджету України за Класифікатором доходів бюджету

Код	Найменування
10000000	Податкові надходження
11000000	Податки на доходи, податки на прибуток, податки на збільшення ринкової вартості
11010000	<i>Податок та збір на доходи фізичних осіб</i>
11020000	<i>Податок на прибуток підприємств</i>
13000000	<i>Рентна плата та плата за використання інших природних ресурсів</i>
14000000	Внутрішні податки на товари та послуги
14020000	<i>Акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції)</i>
14060000	<i>Податок на додану вартість з вироблених в Україні товарів (робіт, послуг) з урахуванням бюджетного відшкодування</i>
14070000	Податок на додану вартість з ввезених на митну територію України товарів
15000000	Податки на міжнародну торгівлю та зовнішні операції
15010000	<i>Ввізне мито</i>
15020000	<i>Вивізне мито</i>
18050000	<i>Єдиний податок</i>
20000000	Неподаткові надходження
21000000	<i>Доходи від власності та підприємницької діяльності</i>
25000000	<i>Власні надходження бюджетних установ</i>
30000000	Доходи від операцій з капіталом
40000000	Офіційні трансферти

Складено за: Про бюджетну класифікацію : наказ Міністерства фінансів України від 14.01.2011 № 11. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0011201-11#Text>.

¹ Бюджет України 2021 : стат. зб. / Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С. 17–18.

Вимірювання та оцінювання доходів Державного бюджету України у 2013–2021 рр. Динаміку доходів Державного бюджету України протягом 2013–2021 рр. відносно ВВП наведено на рис. 7.5. Частка його доходів щодо ВВП перебувала в межах 20,1 % (2014 р.) – 25,1 % (2015 р.). Ці зміни слід розглядати як реакцію України на окупацію АР Крим і частини Донецької та Луганської областей, на необхідність мобілізації фінансових ресурсів і протидії зовнішній агресії. У 2015–2020 рр. спостерігалася відносна стабільність частки доходів (податкових і неподаткових) Державного бюджету щодо ВВП.

Найбільші доходи Державного бюджету України припадають на ПДФО (8,4–10,5 % ВВП), акцизний збір (2,3–3,8 % ВВП), податок на прибуток підприємств, податок та збір на доходи фізичних осіб (рис. 7.6). Візуальна оцінка доходів вказує на їх незначне зростання і стабілізацію протягом досліджуваного періоду.

Динаміку структури доходів Державного бюджету України протягом 2013–2021 рр. наведено на рис. 7.6. Левову частку цих доходів становить ПДВ.

Значна волатильність доходів держбюджету спостерігалася у 2013–2016 рр. Це добре помітно зі структурної динаміки доходів бюджету. Детальніше структурну динаміку доходів державного бюджету наведено в додатку 7.1. Цей період – час адаптації і перебудови системи доходів держбюджету, що пов'язані з викликами російської агресії у 2014–2015 рр. У період початку та розгортання пандемії COVID-19 спостерігалася зростання частки ПДВ (з 37,2 до 41,4 %) та зменшення частки доходів від власності й підприємницької діяльності (з 11,1 до 4,3 %) у 2021 р.



Рис. 7.5. Деякі доходи Державного бюджету України, % ВВП

Побудовано за: Бюджет України 2021 : стат. зб. / Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С. 9–10.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

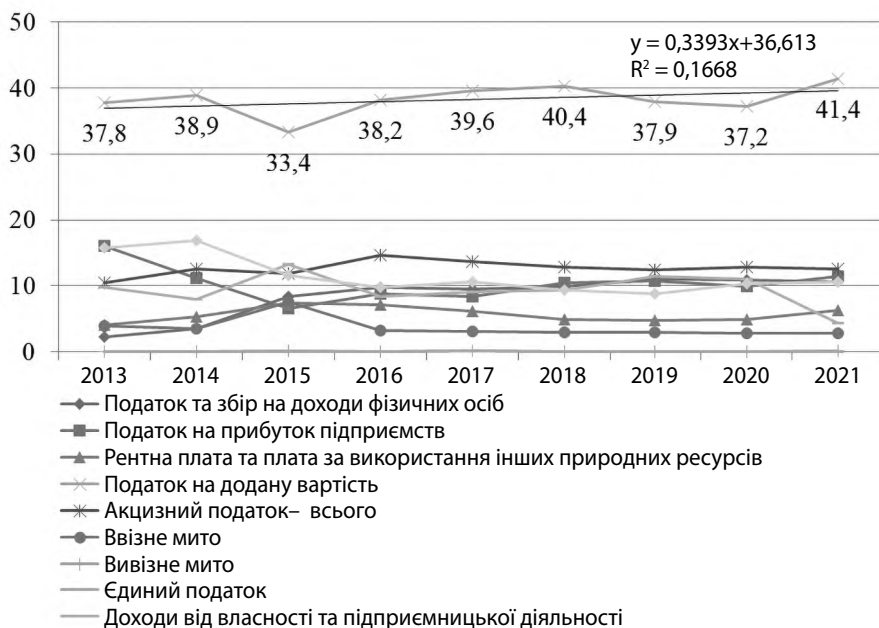


Рис. 7.6. Структура доходів Державного бюджету України, %

Побудовано за: Бюджет України 2021р. Статистичний збірник, Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С.9-10. (278с.).

Оцінка волатильності доходів Державного бюджету України. Статистичну оцінку доходів Державного бюджету України та їх оцінка волатильності протягом 2013–2021 рр. наведено в табл. 7.3. *Середні значення* (стовпчик “А” табл. 7.3) показників частки доходів у структурі загальних доходів Державного бюджету України характеризують його структуру. Найвагоміші доходи розташовуються так: 1) ПДВ – 38,3%; 2) акцизний збір – 12,6; 3) власні надходження бюджетних установ – 10,7 %; 4) податок на прибуток підприємств – 10,4; 5) доходи від власності та підприємницької діяльності – 9,4; 6) податок та збір на доходи фізичних осіб – 8,4 %. Незначними доходами продовж досліджуваного періоду є вивізні мита та єдиний податок. Вони визначаються на рівні похибки.

Варіації (стовпчик “max-min”). Найбільші варіації частки доходів в структурі доходів Державного бюджету України спостерігаються для таких доходів : 1) податок на прибуток підприємств – 9,4 в. п.; 2) доходи від власності та підприємницької діяльності – 9,0; 3) податок та збір на доходи фізичних осіб – 8,8; 4) власні надходження бюджетних установ – 8,4; 5) ПДВ – 8,00 в. п. Інші показники варіації є незначними.

Коефіцієнт варіації (стовпчик “s/a”) показує ступінь мінливості даних у вибірці щодо середнього значення сукупності (а). Найменші його значення спостерігаються для показників 1) ПДВ – 5,9 %; 2) акцизного податку – 9,2 %.

Коефіцієнти відносної варіації (стовпчик “(max-min)/s” найменших значень набувають для: 1) ПДВ – 20,8 %; 2) акцизного податку – 33,4 %.

Стандартне відхилення (стовпчик “s”). Найбільші стандартні відхилення протягом досліджуваного періоду зафіксовано для податку та збору на доходи фізичних осіб (3,25), податку на прибуток підприємств (2,62) доходів від власності та підприємницької діяльності (2,54), власних надходжень бюджетних установ (2,51), ПДВ (2,27). Ці показники характеризуються й найбільшою волатильністю протягом досліджуваного періоду.

Коефіцієнт детермінації (стовпчик “R²”) характеризує, наскільки отримані спостереження підтверджують модель. Найбільший коефіцієнт детермінації (0,73) відстежуємо для податку та збору на доходи фізичних осіб.

Нахил тренду (стовпчик “Нахил тренду”) характеризує, на скільки в середньому зростає значення у при зростанні аргументу x на одиницю:

$$y = f(x) .$$

На рис. 7.6. наведено лінійний тренд для ПДВ упродовж 2013–2021 рр. Нахил тренду для становить 0,33 і вказує, що з кожним роком частка податку в структурі всіх доходів держбюджету зростає в середньому на 0,33 в. п.. Найбільші середні щорічні прирости в структурі доходів бюджету спостерігаються для податків та зборів на доходи фізичних осіб – близько 1,01 в. п. щорічно. У цілому в структурі доходів бюджету знижуються частки податку на прибуток підприємств (в середньому на 0,20 в. п.), ввізного мита (0,26), доходів від власності та підприємницької діяльності (0,25) та власних надходжень бюджетних установ (0,29).

Дані статистичних рядів податкових і неподаткових надходжень державного бюджету є основою для прогнозу на наступний період 2022 р. (стовпчик “*Прогноз на 2022 р.*”). Проте російсько-українська війна кардинально змінила сталість доходів, дефіциту державного бюджету.

Основні тенденції, характеристика змін. Аналіз доходів державного бюджету України та структури доходів проведено на основі доступних даних 2013–2021 рр.¹ Російсько-українська війна з 2022 р. суттєво змінює статистику і робить аналіз даних за весь період досліджень нерелевантним.

Основні тенденції зміни частки доходів державного бюджету можуть бути представлені лінійним трендом (див. “нахил тренду”) показників доходів. Протягом згаданого періоду спостерігається зростання податку та збору на доходи фізичних осіб, меншою мірою – ПДВ, акцизного збору; зменшуються податки на прибуток підприємств, ввізне мито, доходи від власності та підприємницької діяльності, власні надходження бюджетних установ. Волатильність податкових і неподаткових доходів бюджету характеризують показники варіації, відносної варіації, стандартного відхилення.

Оцінку змін доходів бюджету в період початку та поширення пандемії COVID-19 доцільно здійснювати, порівнюючи з “допандемічним” періодом. Ці зміни слід від-

¹ Бюджет України 2021 : стат. зб. / Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С. 9–10.

Таблиця 7.3

Статистична оцінка показників доходів Державного бюджету України у 2013–2021 рр.

Доходи	max за період	min за період	max-min	A	s	s/a	(max- min)/a	R ²	Нахил тренду	Прогноз на 2022 р.
Податок та збір на доходи фізичних осіб	11,0136	2,2301	8,7836	8,4184	3,2527	38,64%	104,34%	0,7310	1,0155	13,4960
Податок на прибуток підприємств	16,0124	6,5040	9,5085	10,3848	2,6210	25,24%	91,56%	0,0445	-0,2019	9,3752
Рентна плата та плата за використання інших природних ресурсів	7,4442	4,0858	3,3584	5,6457	1,1580	20,51%	59,49%	0,0006	-0,0100	5,5956
Податок на додану вартість	41,3671	33,3746	7,9925	38,3096	2,2754	5,94%	20,86%	0,1668	0,3393	40,0063
Акцизний податок – всього	14,6236	10,4088	4,2147	12,6234	1,1617	9,20%	33,39%	0,1131	0,1426	13,3366
Ввізне мито	7,4586	2,8069	4,6517	3,6219	1,4828	40,94%	128,44%	0,2300	-0,2597	2,3234
Вивізне мито	0,1020	0,0230	0,0790	0,0565	0,0285	50,41%	139,73%	0,0197	0,0015	0,0638
Єдиний податок	0,0876	0,0000	0,0876	0,0097	0,0292	300,00%	900,00%	0,0000	0,0000	0,0097
Доходи від власності та підприємницької діяльності	13,2945	4,3197	8,9748	9,4128	2,5356	26,94%	95,35%	0,0760	-0,2553	8,1364
Власні надходження бюджетних установ	16,9196	8,5583	8,3613	10,7233	2,5129	23,43%	77,97%	0,1038	-0,2957	9,2450
max значення	41,3671	33,3746	9,5085	38,3096	3,2527	300,00%	900,00%	0,7310	1,0155	40,0063
min значення	0,0876	0,0000	0,0790	0,0097	0,0285	5,94%	20,86%	0,0000	-0,2957	0,0097

Складено автором.

стежувати на графіках структури доходів бюджету (див. рис. 7.5, 7.6). Ці зміни є незначними, за винятком зростання частки ПДВ та суттєвого зменшення власних надходжень бюджетних установ у 2021 р. (див. рис. 7.6).

7.3. Тенденції дохідної та видаткової частин місцевих бюджетів

Бюджетна децентралізація є складовою фіскальної децентралізації, оскільки охоплює не лише регулювання бюджетних відносин, а й формування дохідної і видаткової частин місцевих бюджетів. До її позитивних результатів можна віднести чітку структурування переліку власних і делегованих повноважень, розширення фінансової бази ОМС, перехід до системи цільових трансфертів, спрямованих на компенсацію видатків через реалізацію делегованих функцій тощо. У 2020–2021 рр. пандемія COVID-19 спричинила економічний спад, і запроваджені українським урядом карантинні заходи та ухвалені закони стосовно підтримки платників податків негативно позначилися на доходах місцевих бюджетів. Боротьба з поширенням коронавірусної хвороби зумовила додаткове навантаження на бюджети. Однак, попри складність соціально-економічної ситуації у 2014–2022 рр., децентралізація позитивно вплинула на зміцнення фінансової бази місцевого самоврядування. Це підтверджується насамперед стабільною базою власних доходів місцевих бюджетів, котра не зазнала істотних змін ані під час пандемії, ані в перший рік дії воєнного стану й фактично повномасштабної війни, що триває.

Тенденції доходів місцевих бюджетів. В Україні у 2023 р. нараховувалося 1950 місцевих бюджетів. Їхня самостійність забезпечується закріпленням за ними відповідних джерел доходів, правом МОВ визначати напрями використання коштів відповідно до національного законодавства, правом відповідних місцевих рад самостійно і незалежно одна від одної розглядати та затверджувати бюджети.

Ефективність здійснення децентралізованих функцій, серед іншого, залежить від обсягів доходів, які отримуються на відповідній території, або обсягу коштів, що надається центральною владою на виконання делегованих повноважень¹. Склад доходів місцевих бюджетів різних рівнів та нормативи їхнього зарахування до відповідних бюджетів визначаються в кількох статтях БКУ (ст. 4, 66, 69, 69¹, 71) Згідно зі змінами, внесеними до Податкового та Бюджетного кодексів України, починаючи з 2014 р., до основних податків, які наповнюють місцеві бюджети належать ПДФО, єдиний податок, податок на майно. Види міжбюджетних трансфертів визначено у ст. 96, 97 БКУ, напрями та особливості використання окремих видів субвенцій – у ст. 102–105 БКУ.

Реформа децентралізації сприяла зміцненню місцевих бюджетів і, відповідно, формуванню ресурсної бази ОМС. У ВВП частка доходів загального фонду місцевих бюджетів (без урахування трансфертів з державного бюджету) після початку

¹ Децентралізація і формування політики регіонального розвитку в Україні : наук. доп. / [Шевченко О. В., Романова В. В., Жаліло Я. А. та ін.] ; за наук. ред. д-ра екон. наук Я. А. Жаліла. Київ : НІСД, 2020. С. 112.. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-09/decentralizatsiya-i-formuvannya-polityky-regionalnogo-rozvytku-v-ukraini_0.pdf.

реформи децентралізації та утворення ОТГ стабільно збільшувалася – з 6,15 % у 2016 р. до 6,92 % за підсумками 2019 р. (на 2020 р. прогнозувалося 7,32 %)¹. У 2021 р., за даними ОЕСР, вона досягла 11,2 %. Без урахування трансфертів із держбюджету обсяг надходжень до місцевих бюджетів у 2021 р. дорівнював 351,9 млрд грн, або майже 23 % обсягу доходів зведеного бюджету (у 2019 р. – 23,3 %, у 2020 р. – 22,6 %), у 2022 р. – близько 400 млрд грн, або 24,4 %.

Пандемія коронавірусу COVID-19, що розпочалася у 2020 р., торкнулася практично всіх країн світу й створила ситуацію “суцільної невизначеності”. В Україні внаслідок поширення COVID-19 було запроваджено карантинні заходи, через які на певний час призупинилася діяльність багатьох галузей економіки. Це справило безпосередній негативний вплив на формування дохідної частини місцевих бюджетів: динаміка їхніх власних податкових та неподаткових надходжень у першій половині 2020 р. істотно погіршилася. Постає потреба в подоланні кризової ситуації з використанням бюджетних механізмів та стимулювання структурних змін в економіці, зокрема застосування пільг до підприємств, котрі зберегли персонал, послаблення податкового тягаря тощо. Було переглянуто основні макроекономічні показники розвитку на 2020 р., зокрема внесено зміни до Закону України про державний бюджет², згідно з якими передбачено істотне збільшення його дефіциту – з 2,1 до 7,5 % ВВП, перерозподілено видатки відповідно до пріоритетів, зумовлених пандемією, засновано фонд боротьби з коронавірусом обсягом у 64,7 млрд грн. Норми ухвалених Законів України³ вплинули на надходження до місцевих бюджетів: суб’єктів господарювання звільнено від штрафних санкцій за порушення податкового законодавства, введено мораторій на податкові та інші перевірки; терміном на два місяці надано пільги з плати за землю та податку на комерційну нерухомість; звільнено від сплати ЄСВ фізичних осіб – підприємців (за себе); відстрочено на три місяці запровадження реєстраторів розрахункових операцій (касових апаратів); надано ОМС право вносити зміни до рішень про встановлення місцевих податків і зборів стосовно зменшення ставок єдиного податку. Місцеві ради отримали право звільняти від сплати єдиного податку платників 1-ї та 2-ї груп протягом бюджетного року, а також підвищено ліміти річного доходу для 1–3-ї груп платників єдиного податку. Варто зауважити, що ці втрати не було компенсовано Урядом, всупереч

¹ Децентралізація і формування політики регіонального розвитку в Україні : наук. доп. / [Шевченко О. В., Романова В. В., Жаліло Я. А. та ін.] ; за наук. ред. д-ра екон. наук Я. А. Жаліла. Київ : НІСД, 2020. 153 с. 116–117. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2020-09/decentralizatsiya-i-formuvannya-polityky-regionalnogo-rozvytku-v-ukraini_0.pdf.

² Про Державний бюджет України на 2020 рік : Закон України від 14.11.2019 р. № 294-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/294-20>.

³ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на запобігання виникнення і поширення коронавірусної хвороби (COVID-19) : Закон України від 17.03.2020 № 530-IX URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/530-20>; Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо підтримки платників податків на період здійснення заходів, спрямованих на запобігання виникнення і поширення коронавірусної хвороби (COVID-19) : Закон України від 17.03.2020 № 533-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/533-20>.

ст. 142 Конституції, яка передбачає, що витрати ОМС, котрі виникли внаслідок рішень органів державної влади, компенсуються державою.

Прогнозувалось, що внесені протягом 2020 р. до бюджетного та податкового законодавства зміни призведуть до значних втрат місцевих бюджетів та їх розбалансування. Однак ці песимістичні прогнози повною мірою не справдилися. Звичайно, через карантинні обмеження у зв'язку з пандемією план надходжень ПДФО до місцевих бюджетів майже в жодному регіоні виконано не було – насамперед у зв'язку зі скороченням зайнятості, наданням вимушених неоплачуваних відпусток тощо. Так, план надходжень єдиного податку до місцевих бюджетів було виконано на 103,1 %. Крім того, у кожній області зафіксовано зростання надходжень єдиного податку (Storonyanska et al., 2021).

Криза COVID-19 спричинила значний тиск на систему охорони здоров'я України з великими розбіжностями між регіонами. Сектор постраждав унаслідок недостатнього інвестування протягом тривалого періоду, що призвело до браку кваліфікованого медичного персоналу та обладнання для подолання кризи, особливо в сільській місцевості. Уряд вжив низку заходів з охорони здоров'я (включно з кампаніями вакцинації). МОВ відповідали за територіальне забезпечення їх виконання. Проте більшість із них зазнали труднощів у впровадженні заходів через швидку зміну правил на національному рівні та громадські протести проти обмежень, що призвело до істотної варіації рівня дотримання вимог у територіальних громадах. У березні 2020 р. Кабінет Міністрів ухвалив постанову про виділення 1,75 млрд грн ОМС на заходи з боротьби з COVID-19. У квітні 2020 р. створено Фонд боротьби з гострою респіраторною хворобою COVID-19, спричиненою коронавірусом SARS-CoV-2, та її наслідками, обсягом 80,9 млрд грн. Однак найбільша частка його коштів було використано для фінансування статей, не пов'язаних з пандемією (на будівництво та ремонт доріг), а аудит виявив слабе планування розподілу та кілька порушень правил тендеру.

Місцевий борг збільшився у 2020 р. внаслідок зростання місцевого дефіциту. Високий відсоток зміни боргу між 2019 і 2020 р. (майже 60 %) пояснюється початковим низьким рівнем боргу на субнаціональному рівні, а також інфляцією. Це зростання було профінансовано за рахунок позик і додаткової емісії облігацій. Водночас частка місцевого боргу в загальному державному боргу зменшилася через вищий рівень державного боргу для фінансування пандемії¹.

Доцільно порівняти ситуацію в Україні під час пандемії зі станом справ у країнах-сусідах із перехідною економікою: Польщі, Словаччині, Чеській Республіці.

Польща оголосила “надзвичайне епідемічне становище” внаслідок пандемії COVID-19 у березні 2020 р. Виключні повноваження було передано центральному уряду (наприклад, ізоляція окремих осіб, усунення спеціальними комісарами посадових осіб МОВ, якщо вони не виконували своїх обов'язків) через ухвалення спеціальних нормативно-правових актів. Центральний уряд було звільнено від обов'язку компенсувати громадянам будь-які економічні втрати, спричинені обме-

¹ Ukraine. Unitary Country. URL: <https://www.sng-wofi.org/country-profiles/ukraine.html>.

женнями, і координувати дії з ОМС. Він опікувався питаннями пандемії разом із відповідними міністерствами. У вересні 2020 р. уряд адаптував національну структуру, що вже існувала, для розроблення конкретнішої стратегії. Органи кризового регулювання було розформовано чи обмежено їхні повноваження, коли санітарна ситуація покращилась.

Уряд вжив низку заходів для підтримки під час пандемії, зокрема послабив окремі фінансові та боргові правила, котрі застосовувалися до МОВ, такі як можливість перевищення показників збалансованого бюджету у 2020 та 2021 рр., збільшення коефіцієнта погашення індивідуального боргу. Також було здійснено передачу загальних субсидій від центрального уряду МОВ, аби надати їм більшу свободу дій у боротьбі з кризою. Місцеві органи влади надавали підтримку вразливим домогосподарствам разом із центральним урядом, переважно щодо медичної та соціальної допомоги. Крім того, ОМС мали можливість ухвалювати рішення про надання субсидій та списання боргів за оренду державного майна.

COVID-19 значно вплинув на місцеву економіку в Польщі, якій властива висока нерівність між східними та західними територіями. Найбільше постраждали промислові й міські райони (переважно на заході та півдні), а також Мазовецьке воєводство, до складу якого входить столиця. Промисловість, зокрема гірничодобувна, яка становить велику частку економіки південних регіонів, не було піддано карантину, що пом'якшило негативні економічні наслідки кризи (наприклад, у Верхній Сілезії). На субнаціональному рівні доходи збільшилися на 4,2 % у 2020 р. порівняно з 2019 р., здебільшого за рахунок збільшення грантів та субсидій (10,5 %), які компенсували скорочення надходжень податків (-2,7 %) і тарифів та зборів (-14,3 %). Гранти зросли переважно за рахунок капітальних грантів (+23,3 %). Щодо податкових надходжень, то на регіони найбільше вплинуло зниження корпоративного податку, дуже чутливого до економічних змін, а на ОМС – зниження ПДФО, корпоративного податку та плати за послуги (наприклад, через припинення діяльності культурних установ, зменшення продажу квитків на громадський транспорт унаслідок його зупинки тощо). Видатки місцевих бюджетів збільшилися з 2019 по 2020 р. лише на 1,5 %. Водночас істотно зросли поточні соціальні витрати (+11,8 %) з огляду на роль МОВ у наданні соціальної допомоги під час кризи, яку було частково компенсовано скороченням видатків, пов'язаних зі зниженням попиту на послуги та скасуванням для регіонів, приміром, пасажирських залізничних перевезень та культурних заходів. У 2020 р. через пандемію інвестиції зменшилися на 3,3 %. У результаті борг МОВ збільшився на 6,1 % порівняно з 2019 р. Він фінансувався за рахунок як випуску облігацій (+3,8 %), так і кредитування (+5,6 %).

Польща розробила національний план відновлення та стійкості відповідно до підходів RRF у рамках програми Next Generation EU. План охоплював кілька інвестиційних проєктів та реформ, у яких брали участь МОВ, з наголосом на зеленому переході й диджиталізації. Крім того, польські регіони мали отримати 136 млн євро з Фонду надзвичайної допомоги ЄС REACT-EU, спеціально створеного для подолання наслідків пандемії, та Фонду згуртування ЄС у 2021 та 2022 рр. на підтримку

їх відновлення шляхом стимулювання інвестицій у зелений і цифровий перехід, а також в інфраструктуру охорони здоров'я. Центральний уряд створив національний фонд відновлення, Державний фонд місцевих інвестицій (GLIF) у рамках своєї "Програми стратегічних інвестиційних проєктів" для збільшення субнаціональних інвестицій в освітні установи, будівництво доріг та модернізацію залізничної інфраструктури. Розмір фонду становив 13,25 млрд злотих, з яких 10 млрд злотих було переказано МОВ до кінця 2020 р.¹

Словаччина теж швидко відреагувала на пандемію, оголосивши у березні 2020 р. надзвичайний стан і надавши центральному уряду надзвичайні повноваження. Боротьба з кризою керувалася й координувалася на центральному рівні із залученням відповідних міністерств, зокрема МОЗ, та створенням спеціальних органів. Під час пандемії МОВ фактично виконували, а не приймали рішення. Крім того, у Словаччині діяли 36 регіональних органів охорони здоров'я, які управлялися, контролювалися та координувалися центральними органами. Проте регіональні органи продемонстрували обмеженість ресурсів у вирішенні санітарної ситуації. У результаті центральний уряд у 2021 р. запустив план щодо покращання мережі лікарень через створення нових місцевих, регіональних та національних закладів вищої спеціалізації, а також підвищення якості та ефективності медичних послуг.

Уряд ужив низку заходів щодо підтримки МОВ під час пандемії відповідно до спеціального закону, прийнятого у 2020 р., котрий помітно підвищив гнучкість субнаціональних бюджетних правил. МОВ отримали можливість використовувати резервні фонди, доходи від капіталу чи джерела фінансування до кінця 2021 р., аби покрити поточні витрати, особливо спричинені пандемією, та частково компенсувати втрату доходів. Вони також змогли призупинити всі адміністративні процедури, пов'язані з порушеннями фінансової дисципліни під час пандемії, і їм більше не потрібно було дотримуватись фінансових термінів (наприклад, стосовно бюджету, подання остаточних звітів, фінансової звітності). Крім того, у грудні 2020 р. центральний уряд надав МОВ 151,9 млн євро для компенсації втрати податкових надходжень. МОВ розширили субсидії на гуманітарні цілі підтримки вразливого населення, спрямовані на придбання матеріалів та обладнання, необхідних під час пандемії. Ще одну субсидію було запроваджено в січні 2021 р. для підтримки волонтерської діяльності в соціальних мережах.

Доходи МОВ під час пандемії були стійкими, зокрема завдяки можливості використовувати власні резервні фонди для компенсації несприятливих наслідків кризи. Вони залишалися майже стабільними порівняно з 2019 р. (-0,4 %) завдяки збільшенню податкових надходжень (+8,4 %), а також грантів та субсидій (+2,2 %), причому останні надходили від центрального уряду, який пом'якшив скорочення надходжень від тарифів та зборів (-13,3 %) і доходів від активів (-62,8 %) у 2020 р. У муніципальних компаній та благодійних організацій зменшилися доходи від оренди, і вони знизили плату за вивезення сміття.

¹ Poland. Unitary Country. URL: <https://www.sng-wofi.org/country-profiles/poland.html>.

Збільшення видатків через COVID-19 було компенсовано зниженням витрат через закриття установ та скасування певних заходів, що забезпечило їхню стабільність у 2020 р. проти 2019 р. (-0,8 %). На 6,0 % зросли витрати на персонал і на 11,0 % знизились витрати на товари та послуги. Інвестиції також скоротилися на 7,7 %. Місцевий борг збільшився на 7,0 % порівняно з 2019 р., причому непогашений фінансовий борг зріс на 8,9 % і переважно погашався за рахунок кредитів та меншою мірою облігацій.

Словаччина розробила національний план відновлення та стійкості відповідно до підходів RRF. У рамках RRF країна має отримати гранти в розмірі 6,3 млрд євро з 2021 по 2026 р., з яких 43 % надійде на фінансування кліматичних проєктів, а 21 % – на цифрову трансформацію. Проєкти охоплюють вкладання інвестицій та структурні реформи на всіх рівнях управління. Центральний уряд провів консультації з національними та регіональними заінтересованими сторонами для розроблення національного плану відновлення¹.

МОВ у Чехії відіграли вирішальну роль в управлінні боротьбою з кризою COVID-19, з огляду на їхню значну роль у сфері охорони здоров'я, освіти та соціального забезпечення. Регіони несуть відповідальність за інфраструктуру охорони здоров'я на своїй території (наприклад, лікарні), контроль якості послуг приватних постачальників медичних послуг та реалізацію програм субсидування (приміром, капітальних вкладень або експлуатаційних витрат). Регіони також виконують делеговані функції у сфері охорони здоров'я, такі як реєстрація медичних послуг, контроль якості й надання екстрених послуг. Їм належать органи невідкладної допомоги, відділення довгострокової медичної допомоги, окремі заклади первинної медико-санітарної допомоги та медичні курорти. Муніципалітети відповідають за надання медичних послуг у невеликих лікарнях та приватних лікарських клініках. У Стратегічній рамковій програмі “Здоров'я-2030” уряд планував реформувати первинну медико-санітарну допомогу та започаткувати загальнонаціональну мережу служб невідкладної допомоги, а також перетворити невеликі муніципальні й регіональні лікарні на центри довгострокового догляду, аби вирішити проблему недостатньої кількості ліжок в інтернатних установах довгострокового догляду.

Центральний уряд ужив низку надзвичайних фінансових заходів для підтримки економіки. У 2020 р. він, зокрема, змінив формулу розподілу податків, щоб зменшити надходження МОВ від власних доходів. Компенсації було встановлено для самозайнятих осіб через ПДФО, а також відстрочення з авансів ПДФО та корпоративного податку, котрі виплачувалися компаніями для підтримки їхньої ліквідності, що спричинило потужний тиск на субнаціональні доходи. Для компенсації ОМС втрати доходів, пов'язаної з коригуванням прибуткового податку, держава надала 1,1 млрд євро у вигляді надзвичайних нецільових грантів. Уряд також розглянув статус муніципальних інвестиційних проєктів для підтримки державних інвестицій на місцевому рівні. Було надано додаткове фінансування для ремонту

¹ Slovak Republic. Unitary Country. URL: https://www.sng-wofi.org/country-profiles/slovak_republic.html.

інфраструктури, що належала муніципалітетам (наприклад, місцевих шкіл, дитячих садків), і взято зобов'язання підтримувати інвестиційні проекти, для яких інше фінансування було б недостатнє. Проте завдяки стабільному фінансовому становищу, підтримуваному МОВ до кризи, вони мали значні грошові резерви для боротьби з пандемією.

Пандемія призвела до падіння ВВП у 2020 р., за оцінками, до 5,7 %, яке істотно варіювалося залежно від регіону: від -1,4 % ВВП у Середньочеському краї до -3,9 % у Мораво-Сілезькому краї та -4,5 % у Карловарському краї. Регіони постраждали нерівномірно через різну спеціалізацію. Криза COVID-19 викликала ризик збільшення нерівності між МОВ, зокрема щодо інфраструктури охорони здоров'я, хоча вона і без того була високою, особливо стосовно гірничодобувних регіонів (Мораво-Сілезького, Карловарського та Устецького країв).

Доходи місцевих бюджетів збільшилися на 2,8 % з 2019 по 2020 р., що відображало збільшення трансфертів від уряду (+15,7 % грантів та субсидій у 2020 р.) для компенсації падіння податкових надходжень (-5,5 %). Муніципалітети постраждали більше, оскільки їхні доходи істотно залежали від податків, здебільшого пов'язаних з економічним циклом. За оцінками міністерства фінансів, скорочення муніципальних податкових надходжень у 2020 р. становило 9,1 %, переважно через зменшення ПДФО (за оцінками, 8,6 %) та корпоративного податку (21,5 %). Надходження від ПДВ також знизилися на 2,8 %. Видатки МОВ у 2020 р. збільшилися на 4,8 %, головним чином, за рахунок зростання капітальних видатків регіонів та поточних видатків муніципалітетів (наприклад, придбання захисного санітарно-гігієнічного обладнання для персоналу, вжиття дезінфекційних заходів). Загалом місцеві бюджети продемонстрували стійкість у 2020 р. завдяки високим центральним трансфертам та стійкому фінансовому становищу МОВ до кризи. У результаті субнаціональний борг у 2020 р. збільшився лише на 0,9 %, на відміну від зростання державного боргу (+17,8 %).

Чеська Республіка повинна отримати 7 млрд євро у вигляді грантів та 16 млрд євро у формі кредитів від RRF у період з 2020 по 2026 р. для фінансування структурних реформ. Чеська Республіка також мусить отримати 1,6 млрд євро з Перехідного фонду ЄС для підтримки найбільш постраждалих регіонів у їхньому енергетичному переході до низьковуглецевої економіки та підтримки зелених інвестицій. Право на участь у цьому фонді матимуть три регіони: Мораво-Сілезький, Устицький та Карловарський краї.

Уряд розробив регіональний план дій Стратегії регіонального розвитку на 2021–2022 роки. Він спрямований на скорочення місцевої нерівності на рівні як регіонів, так і муніципалітетів з розширеними повноваженнями, а також сприяння реалізації Фонду справедливому переходу за допомогою регіонального планування. Відповідно до національної Стратегічної рамкової програми Чеської Республіки до 2030 року поставлено завдання щодо посилення територіальної конкурентоспроможності, скорочення регіональних відмінностей та сприяння сталому територіальному розвитку. Основна увага приділяється місцевим питанням, що потребують втручання

на національному рівні. Його основні цілі – забезпечити індивідуальну підтримку регіонів, розробити регіональне стратегічне планування та управління тощо¹.

Як бачимо, у цілому заходи, що вживалися під час боротьби з пандемією, не мали принципових відмінностей, тоді як її наслідки для місцевих бюджетів у розглядуваних країнах істотно відрізнялися. Водночас варто наголосити на потужній підтримці від фондів ЄС, котрі отримали ОМС у Польщі, Словаччині, Чехії, що загалом позитивно вплинуло на їхнє становище.

Після розгортання децентралізації власні доходи загального фонду місцевих бюджетів динамічно зростали – в середньому протягом 2015–2020 рр. на 24,55 %, тоді як трансфerti з державного бюджету до місцевих у 2019 та 2020 рр. порівняно з попередніми роками скорочувалися². У 2021 р. їхня частка залишилися практично незмінною, а у 2022 р. знизилася ще майже на 10 % (табл. 7.4). Цей показник є значно меншим, ніж у Польщі (63,5 %), Чехії (46,7 %) і особливо Словаччині (81,2 %).

Власні доходи місцевих бюджетів утворюються з: податкових надходжень (наразі понад 90 % загальної суми власних доходів місцевих бюджетів), неподаткових надходжень (менше 10 % загальної суми власних доходів) та інших надходжень (кошти від продажу основного капіталу, цільові фонди, донорські кошти, отримані від ЄС та міжнародних організацій тощо). Обсяг власних доходів місцевих бюджетів за три роки зріс майже втричі – з 68,6 млрд грн у 2014 р. до 192 млрд грн у 2017 р. і продовжував збільшуватися³ (див. табл. 7.4). Частка власних доходів місцевих бюджетів протягом 2016–2019 рр. коливалася в межах 45–53 % загальних доходів. Під час пандемії коронавірусу вона збільшилася до 64–65 %, а після початку повномасштабної російської агресії перевищила 70 %. Це набагато вище, ніж у Чехії (41,4 %), Польщі (29,3 %) та Словаччині (7,0 %).

Є як переваги, так і недоліки розширення повноважень ОМС щодо збільшення власних доходів. Так, експерти ОЕСР до переваг відносять так⁴: кращі якості та ефективність витрачання коштів, що відповідає інтересам громади; більша підзвітність громадянам; вищий рівень мобілізації місцевих ресурсів; покращання ефективності управління місцевими бюджетами; розвиток фіскальної відповідальності; розширення можливостей для отримання кредитів; збільшення стимулів для орієнтованої на зростання економічної та фіскальної політики.

Серед недоліків визначають такі⁵: вища мобільність бази оподаткування в межах національної території, що збільшує можливості для ухилення від сплати

¹ Czech Republic. Unitary Country. URL: https://www.sng-wofi.org/country-profiles/czech_republic.html.

² Основні макропоказники економічного і соціального розвитку України на 2021 рік : експертний огляд. 2020. 10 серп. URL: <https://decentralization.gov.ua/news/12690?fbclid=IwAR1D0NT6Lc8eXBHzAK4VSMic4kp2lNeh2CVvtFY-xGd3PaAyLzsdZliGeg>.

³ Як виконувалися місцеві бюджети у 2020 році – експертний аналіз. 2021. 16 лют. URL: <https://decentralization.gov.ua/news/13249>.

⁴ Multi-level Governance Reforms: Overview of OECD Country Experiences / OECD. 2017. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264272866-en>.

⁵ Ibid.

податків і призводить до згубної податкової конкуренції між ОМС (“перегони на дно”); нерівномірний розподіл баз оподаткування, збільшення розбіжностей у доходах і підриє здатності МОВ забезпечувати загальні стандарти основних державних послуг; зниження рентабельності адміністрування податків ОМС (негативна економія від масштабу, брак можливостей); ризик посилення фіскальної нестабільності як для ОМС, так і держави загалом.

Міжбюджетні трансферти – кошти, що безоплатно і безповоротно передаються з одного бюджету до іншого. Сума перерахованих коштів до місцевих бюджетів з державного бюджету протягом 2016–2021 рр. в загальному обсягу становила 1356,2 млрд грн, тоді як у період 2010–2015 вона дорівнювала 707,6 млрд грн, тобто обсяг трансфертів зріс на 648,6 млрд грн, або на 91,66 % (Польова, 2022). Протягом 2016–2018 рр. цей обсяг збільшувався щороку (у 2018 р. досягнув історичного максимуму з 1991 р. – 298,9 млрд грн), проте надалі став скорочуватися: у 2020 р. – близько 160 млрд грн, у 2021 р. – понад 202 млрд, у 2022 р. – близько 136 млрд грн (див. табл. 7.4). Частка трансфертів у доходах місцевих бюджетів протягом 2016–2018 рр. коливалась на рівні 53–54% (до 2016 р. перевищувала 60 %). З 2019 р. вона скорочувалася і у 2022 р. була меншою ніж 25 %. Зменшення трансфертів з держбюджету великою мірою пов’язане з тим, що з 2020 р. із місцевих бюджетів не здійснювалися окремі видатки щодо реалізації державних програм соціального захисту. З одного боку, співвідношення власних доходів місцевих бюджетів і трансфертів з державного бюджету свідчить про підвищення рівня самодостатності місцевих бюджетів та є індикатором, котрий підтверджує правильність ухвалення рішень стосовно економічного розвитку регіонів – як на локальному, так і на державному рівні. З другого боку, висока частка міжбюджетних трансфертів у складі доходів місцевих бюджетів вказує на їхню важливість у забезпеченні регіонального розвитку, а також суттєву фінансову залежність ОМС від центральних органів державної влади та неспроможність за рахунок закріплених та власних доходів здійснювати видатки на виконання повноважень (Лободіна, Корнацька, & Нечепоренко, 2022).

Порівняння динаміки податкових надходжень місцевих бюджетів за 2018–2019 рр. (тобто за два роки перед пандемією) та у 2020–2022 рр. (табл. 7.5) демонструє такі результати. Основну частку в податкових доходах місцевих бюджетів становить ПДФО, причому вона збільшилась із 59,54 % у 2018 р. до 69,27 % у 2022 р. Динаміка зростання була порушена лише в 2021 р., коли відбулося зменшення з 62,39 до 61,33 %. Водночас підвищились надходження ППП – з 3,30 у 2020 р. до 4,52 % у 2021 р. На нашу думку, це пояснюється стабілізацією економічної ситуації, яку було перервано повномасштабною російською агресією. Адже наступного року надходження ПДФО стрімко зросли, а ППП зменшилися до 3,36 % (історичний мінімум мав місце у 2020 р., що спричинено зупиненням багатьох підприємств через пік пандемії). Скорочення надходжень ППП у 2022 р. має цілком логічне пояснення у припиненні підприємницької діяльності на територіях, охоплених бойовими діями.

Рентна плата за використання “інших природних ресурсів” залишалася відносно стабільною, коливаючись від 2,07 % у 2018 р. до 2,47 % у 2021 р. і 2,22 % у 2022 р.

Надходження акцизних податків до 2022 р. залишалися порівняно стабільними, коливаючись від 5,93 % у 2018 р. до 5,15 % у 2021 р. Їх стрімке зниження у 2022 р. до 3,32 % пов'язане з внесенням змін до ПКУ після російського вторгнення: Законом України від 15.03.2022 № 2120-IX було скасовано загальнодержавний акциз на пальне через необхідність урегулювання ситуації на відповідному ринку (запровадження ставки на рівні 0 євро за 100 л). Місцеві бюджети з 1 січня 2017 р. отримували певну частку (13,44 %) від його надходжень.

Серед місцевих податків провідну бюджетотворюючу роль відіграють податок на майно та єдиний податок. Частка першого протягом 2018–2022 рр. постійно скорочувалася (загалом у місцевих податках на понад 10 %), тоді як частка другого підвищилася на 5 %. Разом із тим вага місцевих податків упродовж 2018–2021 рр. залишалася стабільною, змінившись із 26,24 % у 2018 р. до 25,93 % у 2021 р. (максимум у 2019 р. – 27,20 %). Проте у 2022 р. вона скоротилася до 21,43 %, і, знову-таки, пояснити це, на нашу думку, можна збитками й втратами, котрі завдає російський напад.

Податок на майно містить три складові – податок на нерухоме майно, відмінне від земельної ділянки, транспортний податок, плату за землю. Реформа децентралізації, котра ще не закінчилася, має супроводжуватися розширенням фіскальних повноважень ОМС для посилення фінансової спроможності місцевого самоврядування завдяки збільшенню доходів бюджетів громад від майнових податків. Одним зі способів такого посилення є посилення їхньої участі у процесі адміністрування згаданих податків. ОМС вже частково виконують ці функції (встановлення ставок та пільг, ведення власного обліку в розрізі об'єктів оподаткування та платників, вручення ППР, організують комунікацію з боржниками щодо погашення податкових боргів). Громади виявляють високий інтерес до тематики фіскальної децентралізації та передачі ОМС функцій адміністрування місцевих (майнових) податків. Наразі їхній фіскальний потенціал не реалізується належним чином, у т. ч. через обмежені повноваження ОМС, які найбільш наближені до платників податків на майно. Водночас розширення фіскальних повноважень ОМС вимагає проведення попередньої підготовчої роботи – якісної інвентаризації активів (земля, нерухомість) у громадах, підвищення рівня кваліфікації працівників ОМС, розроблення програмного забезпечення для повноцінного виконання функцій адміністрування.

З огляду на особливості воєнного стану, а також періоду повоєнної відбудови впровадження реформ децентралізації має відбуватися з урахуванням готовності ОМС до таких реформ, із використанням механізмів пілотного проектування. Загалом успішність передачі функцій з адміністрування податків на майно залежить від ефективності співпраці між ОМС, Верховною Радою, Кабінетом Міністрів, Міністерством фінансів та ДПС України, іншими стейкхолдерами.

Тенденції видатків місцевих бюджетів. Розглянемо видатки місцевих бюджетів за функціональною класифікацією протягом того самого періоду, за який було проаналізовано доходи (2018–2022 рр.) (табл. 7.6). Видатки на загальнодержавні функції, що охоплюють, у т. ч. утримання органів місцевої влади та місцевого самоврядування, зросли з 28 591,91 млн грн (5,01 %) до 46 469,1 млн грн (9,60 %), при-

Таблиця 7.4

Виконання місцевих бюджетів за доходами

Показники	2018		2019		2020		2021		2022	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
Виконання бюджету (уточнений річний план)	562 415,7	99,2	560 527,9	98,4	471 479,9	98,2	580 699,1	100,64	555 097,0	93,71
Податкові надходження	232 532,9	41,35	270 545,8	48,3	285 571,5	60,57	346 713,2	59,71	393 460,6	70,88
Неподаткові надходження	28 027,4	4,98	26 105,0	4,66	21 462,5	4,55	27 183,0	4,68	22 041,1	3,97
Доходи від операцій з капіталом	2 143,4	0,38	2 928,8	0,52	3 473,0	0,74	3 462,2	0,60	2 275,9	0,41
Від органів державного управління	298 939,7	53,15	260 302,0	46,44	160 177,1	33,97	202 733,2	34,91	136 753,7	24,64
Від Європейського Союзу, урядів іноземних держав, міжнародних організацій, донорських установ	94,2	0,02	44,3	0,01	146,3	0,03	36,0	0,01	223,3	0,04
Цільові фонди	678,1	0,12	601,9	0,11	649,4	0,14	571,3	0,10	342,3	0,06

Складено за: <https://openbudget.gov.ua/?month=12&year=2022&budgetType=LOCAL>.

Таблиця 7.5

Податкові надходження місцевих бюджетів

Показники	2018		2019		2020		2021		2022	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
1. Податок на доходи, податки на прибуток, податки на збільшення ринкової вартості	147 458,8	63,41	175 734,8	64,96	187 602,7	65,69	228 323,0	65,85	285 757,3	72,63
У т. ч.: ПДФО	138 158,8	59,53	165 504,4	61,29	177 826,0	62,39	212 230,3	61,33	272 245,3	69,27
Податок на прибуток підприємств	9 300,0	3,88	10 230	3,67	9 776,7	3,30	16 092,7	4,52	13 511,9	3,36

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 7.4

Показники	2018		2019		2020		2021		2022	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
2. Податок з власників транспортних засобів	0,1	0,00	0,03	0,00	0,6	0,00	0,3	0,00	0,17	0,00
3. Рентна плата та плата за використання інших природних ресурсів	4 821,2	2,07	5 277	1,95	4 636,9	1,62	8 569,1	2,47	8 740,0	2,22
4. Внутрішні податки на товари та послуги	13 797,4	5,93	13 718,5	5,07	15 554,2	5,45	17 849,1	5,15	13 081,5	3,32
5. Місцеві податки та збори, що сплачуються (перераховуються) згідно з ПКУ	61 026,4	26,24	73 575,3	27,20	75 686,2	26,50	89 896,6	25,93	84 305,1	21,43
У т. ч.: Податок на майно	31 272,0	51,24	37 994,0	51,64	37 433,4	49,46	43 242,7	48,10	36 790,8	43,64
Збір за місця для паркування транспортних засобів	99,6	0,16	114,9	0,16	91,2	0,12	127,0	0,14	101,8	0,12
Туристичний збір	90,7	0,15	196,2	0,27	130,6	0,17	244,0	0,27	186,4	0,22
Єдиний податок	29 564,2	48,44	35 270,2	47,94	38 030,0	50,25	46 282,4	51,48	47 226,01	56,02
Разом	232 532,9	100,00	270 545,8	100,00	285 571,5	100,00	346 713,2	100,00	393 460,6	100,00

Складено за: <https://openbudget.gov.ua/?month=12&year=2022&budgetType=LOCAL>.

Таблиця 7.6

Виконання місцевих бюджетів за видатками

Показники	2018		2019		2020		2021		2022	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
Виконання бюджету (уточнений річний план)	570 577,6	93,19	566 248,6	92,66	478 108,0	91,50	569 428,2	91,85	484 295,2	77,67
Загальнодержавні функції	28 591,91	5,01	34 914,8	6,17	40 969,4	8,57	45 962,8	8,07	46 469,1	9,60
Громадський порядок, безпека та судова влада	1 149,6	0,20	1 304,6	0,23	1 833,7	0,38	1 739,7	0,31	1 110,3	2,29
Економічна діяльність	77 160,5	13,52	81 854,2	14,46	93 925,6	19,65	112 360,3	19,73	61 065,9	12,61
Охорона навколишнього природного середовища	3 000,8	0,53	3 413,5	0,60	4 197,9	0,51	2 420,4	0,43	512,5	0,11
Житлово-комунальне господарство	30 048,5	5,27	34 379,2	6,07	32 125,9	6,72	56 730,5	9,96	40 631,4	8,39
Охорона здоров'я	93 229,8	16,34	89 816,2	15,86	50 865,9	10,64	33 105,2	5,81	31 008,0	6,40
Духовний та фізичний розвиток	18 885,9	3,31	21 583,1	3,81	21 884,5	4,58	27 388,0	4,81	22 584,7	4,66
Освіта	165 706,1	29,04	187 099,8	33,04	199 425,8	41,71	249 077,4	43,74	232 250,4	47,96
Соціальний захист та соціальне забезпечення	145 498,0	25,50	103 158,1	18,22	23 999,2	5,02	28 067,8	4,93	21 991,3	6,03
Міжбюджетні трансферти	7 306,2	1,28	8 725,01	1,54	10 658,0	2,23	12 576,1	2,21	9 465,6	1,95

Складено за: <https://openbudget.gov.ua/?month=12&year=2022&budgetType=LOCAL>.

чому стрімке збільшення відбулося саме у 2020 р. – на 2,40 в. п., а також у 2022 р. – на 1,53 в. п. Видатки на оборону місцевими бюджетами не здійснювалися, навіть у 2022 р. Видатки на громадський порядок, безпеку та судову владу у 2018–2022 рр. коливалися від 1149,6 млн (0,20 %) до 1 833,7 млн грн (0,38 %), але у 2022 р. стрімко зросли до 2,29 %, або 11 108,3 млн грн, що цілком логічно пояснюється ситуацією, пов'язаною з російським вторгненням.

Щодо видатків на економічну діяльність, то вони стабільно зростали протягом 2018–2021 рр. – із 77 160,5 млн грн (13,52 %) до 112 360,3 млн грн (19,73 %), але у 2022 р. стрімко скоротилися на 7,12 в. п. – до 61 065,9 млн грн. Причому зростання на понад 5 в. п. відбулося саме у 2020 р., що пов'язано з потребою стимулювати господарську активність в умовах перманентних карантинних заходів, котрі з різним ступенем інтенсивності фактично тривали до 24 лютого 2022 р. (остаточно карантин, який був встановлений з метою запобігання поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, скасовано 1 липня 2023 р.). Більшу частину видатків становили видатки на транспорт, що протягом аналізованого періоду коливалися приблизно на рівні 50 %.

Мізерною була частка видатків на охорону навколишнього природного середовища, причому якщо у 2018–2019 рр. вона досягла 0,60 %, то у 2021 р. знизилася до 0,43 %, а після російського нападу взагалі наблизилася до 0,1 %. Видатки на житлово-комунальне господарство збільшилися з 30 048,5 млн грн (5,27 %) у 2018 р. до 56 730,5 млн грн (9,96 %) у 2021 р., хоч у відсотковому виразі у 2022 р. зменшилися до 8,39 % (у абсолютному зросли на понад 8 млрд грн). Стосовно охорони здоров'я, то у 2018–2019 рр. видатки на неї дорівнювали близько 16 %, тоді як у 2020 р. знизилися на понад 5 в. п., а у 2021 р. на більш як 4 в. п. Це було пов'язано з продовженням реформи медицини і запровадженням фінансування вторинного рівня за рахунок коштів держбюджету через Національну службу здоров'я України (НСЗУ). У 2020 р. НСЗУ за програмою державних гарантій медичного обслуговування населення здійснила видатки на 89,5 млрд грн. Водночас, за даними Рахункової палати, у 2020 р. з місцевих бюджетів було витрачено 10,3 млрд грн (2,2 % загального обсягу видатків) на заходи, пов'язані з боротьбою з COVID-19 (Бурда, & Петрянiч, 2020).

Видатки на духовний та фізичний розвиток до початку війни, навіть під час пандемії, характеризувалися стабільним зростанням: у 2018 р. – 18 885,9 млн грн (3,31 %), у 2019 р. – 21 583,1 млн грн (3,81 %), у 2020 р. – 21 884,5 млн грн (4,58 %), у 2021 р. – 27 388,0 млн грн. Приблизно дві третини з них протягом усього періоду на культуру і мистецтво, а третина – на фізичний розвиток. У 2022 р. ці видатки скоротилися в абсолютному й відсотковому виразі – до 22 584,7 млн грн (4,66 %).

Вагому частину видатків місцевих бюджетів становили видатки на освіту, які збільшилися зі 165 706,1 млн грн (29,04 %) у 2018 р. до 249 077,4 млн грн (43,74 %) у 2021 р., причому під час пандемії їх зростання тривало. У 2022 р. вони скоротилися в абсолютному виразі до 232 250,4 млн грн, але їхня частка дорівнювала 47,96 %. Протягом усього періоду близько 20 % з них становили видатки на середню освіту, а близько 60 % – видатки на загальну середню освіту.

Видатки на соціальний захист та соціальне забезпечення скорочувалися: у 2018 р. – 145 498,0 млн грн (25,50 %), у 2019 р. – 103 158,1 млн грн (18,22 %), у 2020 р. – 23 999,2 млн грн (5,02 %), у 2021 р. – 28 067,8 млн грн (4,93 %). Таке значне зниження зумовлено тим, що з 2020 р. із місцевих бюджетів не здійснювалися окремі видатки на реалізацію держпрограм соціального захисту, обсяг котрих у 2019 р. дорівнював 78,3 млрд грн, у тому числі: субвенції на виплату допомог сім'ям з дітьми та малозабезпеченим сім'ям – 54,9 млрд грн; на надання пільг та субсидій населенню на оплату житлово-комунальних послуг та енергоносіїв – 21,6 млрд; на надання пільг та житлових субсидій населенню на придбання твердого та рідкого пічного побутового палива і скрапленого газу – 1,8 млрд грн¹. У табл. 7.7 наведено динаміку видатків місцевих бюджетів за економічною бюджетною класифікацією згідно з даними Міністерства фінансів України у “доковідному” 2019 р. та у “пандемічні” 2020–2021 рр. Узагальнених даних за 2022 р. дотепер (станом на 1 серпня 2023 р.) немає. Можна простежити, що за згаданий період поточні й капітальні видатки характеризувалися певною стабільністю – перші становили близько 80 %, другі – 20 %. Однак позитивним є те, що у 2020 і 2021 рр. капітальні видатки зросли: у 2020 р. у відсотковому вимірі (що пояснюється майже на 100 млрд грн меншим обсягом видатків місцевих бюджетів), а у 2021 р. – на понад 15 млрд грн порівняно з 2019 р. У цілому після початку в 2014 р. нового етапу децентралізації частка капітальних видатків місцевих бюджетів (загальний та спеціальний фонд разом) доволі стрімко збільшувалась (у 2018 р. вона дорівнювала 16,0 %, у 2016–2017 рр. – 15, у 2015 р. – 11,5, у 2013–2014 рр. – лише 6,5 та 6,2 % відповідно)². Варто зауважити, що ця частка є більшою, ніж в усіх згадуваних країнах (Польща – 14,8 %, Словаччина – 13,8 %, Чехія – 19,7 %).

Таблиця 7.7

Структура видатків місцевих бюджетів за економічною бюджетною класифікацією

Показники	2019		2020		2021	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
Всього видатків	566 255,6	100	478 109,6	100	569 470,4	100
Поточні видатки	466 416,8	82,4	379 458,8	79,4	455 725,3	80,0
Оплата праці і нарахування на заробітну плату	179 269,9	31,7	206 679,2	43,2	253 347,6	44,5
Оплата праці	147 057,1	26,0	169 501,7	35,5	207 895,7	36,5
Нарахування на оплату праці	32 212,8	5,7	37 177,5	7,8	45 451,9	8,0
Використання товарів і послуг	120 146,4	21,2	80 854,0	16,9	91 633,7	16,1

¹ Poland. Unitary Country. URL: <https://www.sng-wofi.org/country-profiles/poland.html>.

² Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2020 рік. 2021. 26 лют. URL: <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/informaciya-ministerstva-finansiv-ukrayini-2021/>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 7.7

Показники	2019		2020		2021	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
Предмети, матеріали, обладнання та інвентар	10 306,8	1,8	9 989,2	2,1	11 434,1	2,0
Медикаменти та перев'язувальні матеріали	1 236,4	0,2	2 339,7	0,5	2 314,8	0,4
Продукти харчування	11 143,6	2,0	8 013,7	1,7	10 412,2	1,8
Оплата послуг (крім комунальних)	24 633,9	4,4	24 326,2	5,1	26 137,7	4,6
Видатки на відрядження	440,4	0,1	205,4	0,04	240,2	0,04
Оплата комунальних послуг та енергоносіїв	17 204,1	3,0	13 815,9	2,9	20 132,1	3,5
Дослідження і розробки, окремі заходи по реалізації державних (регіональних) програм	55 181,2	9,7	22 163,9	4,	20 962,6	3,7
Обслуговування боргових зобов'язань	843,8	0,1	1 503,6	0,3	1 935,7	0,3
Поточні трансферти	76 934,2	3,6	79 729,5	16,7	96 875,0	17,0
Субсидії та поточні трансферти підприємствам (установам, організаціям)	67 536,8	11,9	69 517,5	14,5	85 204,7	15,0
Поточні трансферти органам державного управління інших рівнів	8 085,9	1,4	10 211,2	2,1	11 669,4	2,0
Поточні трансферти урядам іноземних держав та міжнародним організаціям	11 311,5	0,2	0,8	0,00	0,8	0,00
Соціальне забезпечення	88 78,0	15,7	10 313,7	2,2	11 452,4	2,0
Виплата пенсій і допомоги	45,3	0,01	46,0	0,01	50,89	0,01
Стипендії	1 415,4	0,2	1 375,0	0,3	1 653,98	0,3
Інші виплати населенню	87 417,3	15,4	8 892,7	1,9	9 747,8	1,7
Інші поточні видатки	344,4	0,1	378,7	0,1	480,8	0,1
Капітальні видатки	99 838,8	7,6	98 650,8	20,6	113 745,1	20,0
Придбання основного капіталу	59 318,5	0,5	59 101,8	12,4	65 787,0	11,6
Придбання обладнання і предметів довгострокового користування	11 853,3	2,1	11 485,0	2,4	13 393,1	2,4
Капітальне будівництво (придбання)	8 783,2	1,6	7 734,4	1,6	9 463,8	1,7
Капітальний ремонт	28 346,9	5,0	29 507,5	6,2	30 334,8	5,3
Реконструкція та реставрація	10 230,6	1,8	10 268,3	2,1	112 489,1	2,2
Придбання землі та нематеріальних активів	104,4	0,02	106,6	0,02	106,2	0,02
Капітальні трансферти	40 520,3	7,2	39 549,0	8,3	47 958,1	8,4

Закінчення табл. 7.7

Показники	2019		2020		2021	
	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %	Сума, млн грн	Частка, %
Капітальні трансфери підприємствам (установам, організаціям)	38 432,6	6,8	37 540,5	7,9	45 351,7	8,0
Капітальні трансфери органам державного управління інших рівнів	639,1	0,1	446,8	0,1	906,7	0,2
Капітальні трансфери урядам іноземних держав та міжнародним організаціям	–	–	–	–	1,6	0,00
Капітальні трансфери населенню	1 448,6	0,3	1 561,7	0,3	1 698,1	0,3

Складено за: Бюджет України 2021 : стат. зб. / Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С. 164–167.

7.4. Аналіз тенденцій динаміки доходів та видатків Державного бюджету України

У сучасних умовах забезпечення фіскальної та монетарної безпеки стає одним із найважливіших питань в контексті економічної безпеки держави. Світові тенденції, такі як зростання фінансової глобалізації та послаблення державного контролю над грошово-кредитними відносинами, ставлять під загрозу національний фінансовий суверенітет. У цьому контексті дослідження статистичних даних має велику важливість, оскільки воно дає змогу науково обґрунтувати та визначити тенденції і закономірності, що впливають на фіскальну та монетарну безпеку держави. Аналіз статистичних індикаторів відображає економічні процеси, такі як зростання витрат на духовний та фізичний розвиток, освіту, соціальний захист та інші сфери, які є складовими фінансової безпеки. Ці дані допомагають усвідомити ситуацію в економіці країни, ідентифікувати проблемні аспекти, а також виявити перспективи для ефективного регулювання фінансових ризиків та формування стратегічних рішень щодо стійкості національних фінансів. Такі дослідження є необхідним інструментом для розроблення прозорих та збалансованих політик, спрямованих на забезпечення фінансової стійкості та зростання держави в умовах глобалізації і надзвичайних викликів. Враховуючи динаміку світових економічних процесів, аналіз статистичних даних стає невід'ємною складовою в сучасному управлінні економікою країн.

З метою аналізу доходів та видатків зведеного бюджету України та країн ЄС нами було обрано саме базу МВФ через наявність у ній статистики по Україні, що робить дані максимально зручними для порівняння.

Для порівняння бюджетних показників між Україною та країнами ЄС, слід ураховувати наявність соціальних фондів, які включаються до бюджету сектору загальнодержавного управління. Такі фонди формують значну частку бюджетних витрат у більшості країн ЄС, і їх наявність часто впливає на загальний розподіл бюджет-

них ресурсів. Тому нами були використані співставні дані з бази МВФ по Україні та країнам ЄС без соціальних фондів.

Аналітичний огляд починаємо з структури доходів за секторами. Загалом середня частка центрального уряду в секторі загальнодержавного управління ЄС становила близько 47 %¹. Є чітка різноманітність між країнами в частці центрального уряду. Деякі країни, такі як Мальта та Норвегія, мають високу частку центрального уряду – близько 99 і 89 % відповідно, що означає, що практично всі державні витрати контролюються центральним урядом. Водночас у таких країнах, як Швейцарія та Німеччина, частка центрального уряду менша, близько 31% і 28,52 % відповідно, що означає більшу автономію регіональних та місцевих урядів.

Загалом протягом 2012–2021 рр. частка центрального уряду в загальному уряді трохи знизилася для ЄС та більшості країн. Це може вказувати на тенденцію до більшої децентралізації та передачі окремих повноважень місцевим та регіональним урядам. Частка центрального уряду є важливим показником для оцінки рівня централізації державного управління та визначення міри, якою центральний уряд контролює фінанси та бюджет. Висока частка центрального уряду може давати більше контролю, але також призводити до більшої бюрократії та вищих витрат на управління. Відомі дані не охоплюють період після 2022 р., тому нам важко зробити висновки про вплив пандемії COVID-19 на частку центрального уряду.

Щоб забезпечити зіставність даних про бюджетні показники між Україною та іншими країнами ЄС, необхідно враховувати їхні специфічні аспекти, наприклад, федеративний адміністративно-територіальний устрій. З метою порівняння даних про бюджетні показники у федеративних країнах (Бельгія, Австрія, Іспанія, Німеччина тощо), де кожен штат або регіон має власну управлінську структуру та бюджет, слід виокремити дані за різними рівнями управління (General, Central, State, Local). Тому для цих країн також розглядаємо частку державного рівня у секторі ЗДУ. Таким чином можна порівняти відповідні показники окремих регіонів з даними про бюджет України, що має централізовану систему управління.

Протягом років 2012–2021 рр. частка центрального уряду в секторі загальнодержавного управління залишалася стабільною для ЄС. Визначимо країни, які мають схожий з Україною (середнє значення 77,85 % за 2012–2021 рр.) рівень частки Central government у General government (без соціальних фондів). До них належать: Болгарія (середнє значення 76,69 % за 2012–2021 рр.), Естонія (77,67 %), Словаччина (77,37 %).

Частка центрального уряду в Україні становила у 2021 р. близько 78,02 %, що є високим показником централізації влади та контролю над фінансами. Це може бути важливим аспектом для дослідження й обговорення реформ та політики щодо децентралізації та забезпечення більшої автономії регіонам та місцевим громадам.

Середня частка місцевого уряду у загальному уряді ЄС становила близько 28,88 %, отже, понад чверть урядових видатків виконуються місцевими органами

¹ Тут і далі використано дані: Government Finance Statistics. General Government / IMF. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=60991467>.

влади. Протягом 2012–2021 рр. вона залишалася стабільною, однак у певних країнах можна спостерігати тенденцію до її зростання або зниження впродовж цього періоду. Частка місцевого уряду є важливим показником для оцінки рівня децентралізації та розподілу фінансових ресурсів. Вища частка місцевого уряду означає більшу відповідальність ОМС і МОВ за соціальні й економічні програми, але водночас може призводити до відсутності єдиної національної стратегії та більшої фінансової невизначеності. Деякі країни, такі як Швейцарія, Норвегія та Швеція, мають високу частку місцевого уряду, більш як 40 %, що свідчить про значний рівень децентралізації та відповідальності переданих місцевим органам. Водночас в окремих країнах, наприклад, Греції та Іспанії, частка місцевого уряду є низькою, менше 20 %. Частка місцевого уряду є важливим показником для оцінки рівня децентралізації влади та відповідальності, переданих МОВ. Вища частка місцевого уряду свідчить про більший їхній контроль над фінансами та політикою, а також тісніший зв'язок між прийняттям рішень і потребами громадян на місцях.

В окремих країнах доходи сектору загальнодержавного управління протягом 2012–2021 рр. зростали, наприклад, в Україні, Хорватії та Латвії. Водночас в інших країнах, таких як Ірландія та Іспанія, спостерігалася тенденція до зниження доходів сектору ЗДУ відносно ВВП. Загалом за останні роки середнє значення доходів сектору ЗДУ в країнах ЄС та Україні зазнало невеликих коливань і зміни не були дуже суттєвими.

Середнє значення частки податкових доходів у загальному уряді для ЄС становило близько 63,62 %. Це вказує на те, що більшість урядових доходів отримуються від оподаткування. Протягом років 2012–2021 рр. їхня частка в загальному уряді залишалася стабільною для ЄС, однак у деяких країнах можна спостерігати тенденцію до її зростання або зниження. Частка податкових доходів є важливим показником для оцінки залежності держбюджету від податків. Висока частка податкових доходів може означати збалансованість фіскальної політики, а також більшу залежність уряду від збору податків для забезпечення фінансової стабільності.

Частка податкових доходів у доходах бюджету України зазвичай перевищує 70 %, що свідчить про їхню велику роль. Це може бути результатом високих податкових ставок, широкого спектра оподатковування, а також ефективності збору податків.

З одного боку, висока частка податкових доходів може забезпечувати стабільний потік доходів уряду, але, з другого боку, може створювати виклики для платників податків і підприємств, особливо при високих податкових ставках. Ця частка є важливим показником для оцінки фіскальної політики держави. Вона вказує на те, наскільки держава залежить від податків для забезпечення своїх функцій і завдань. Важливо враховувати, що частка податкових доходів може змінюватися з року в рік через економічні трансформації, зміни в податковій політиці, ефективність збору податків та інші фактори, тому необхідно аналізувати динаміку цього показника.

Аналізуючи дані щодо частки податкових доходів у ВВП (без соціальних фондів) у країнах ЄС та Україні за період із 2012 по 2021 р., можна зробити такі спостереження: За деякими роками спостерігалася її зростання в окремих країнах, на-

приклад, у Україні та Греції. Водночас в інших країнах, таких як Ірландія та Ісландія, характерною була тенденція до зниження частки податкових доходів.

Частка видатків на загальнодержавні функції в країнах ЄС та Україні є важливим показником, який вказує на частку бюджетних витрат, спрямованих на забезпечення функціонування держави й обслуговування боргу. Вищі значення вказують на більшу залежність від державних видатків, а нижчі – на меншу. Ці дані можуть бути корисними для порівняння бюджетних політик країн ЄС та України, а також аналізу їхньої фінансової стійкості та економічної ситуації. При порівнянні показників, щоб зробити об'єктивні висновки, слід брати до уваги особливості соціальних фондів та інших складових бюджету. Бельгія має високі показники частки видатків на загальнодержавні функції у період з 2012 по 2015 р., але потім ці показники почали зменшуватися. Болгарія, Румунія та Латвія мають низькі значення цього показника порівняно з іншими країнами ЄС. В Україні частка видатків на загальнодержавні функції збільшилася від 7,82 % у 2012 р. до 13,95 % у 2016 р., а потім знову знизилася до 10,66 % у 2020 р.

Загальний аналіз тенденцій частки видатків на оборону в країнах ЄС та Україні показує, що рівень фінансування оборонних витрат може значно відрізнятися і змінюватися з плином часу. Однак можна виокремити кілька загальних тенденцій. Країни ЄС спрямовують менший відсоток свого бюджету на оборону порівняно з Україною. У період з 2012 по 2021 р. середнє значення частки видатків на оборону в країнах ЄС коливалося від близько 0,85 до 5,09 %, тоді як в Україні воно становило 5,16 %. Країни ЄС, що мають велику питому вагу видатків на оборону, можуть виявляти високий рівень залучення військових ресурсів та обладнання, що сприяє забезпеченню безпеки та стабільності в регіоні. Загалом більшість країн ЄС зосереджуються на балансі між видатками на оборону та іншими сферами, такими як освіта, охорона здоров'я, соціальний захист, інфраструктура тощо. На перший погляд, країни з максимальною часткою видатків на оборону, як правило, мають також високий рівень витрат на соціальні фонди, що може вказувати на їхню зосередженість на безпеці та соціальному благополуччі громадян.

У 2022 р. країни ЄС мали різні показники частки податкових доходів у ВВП. Бельгія мала найвищий показник - 29,2 %, що означає, що майже третина ВВП країни є податковими доходами. Хорватія, Італія та Швеція також мають високий показник цієї частки, що перевищує 25 % ВВП. Угорщина, Литва та Румунія мають нижчий показник, близький до 20%, що свідчить про меншу залежність їхнього бюджету від податкових надходжень. Ісландія має вражаюче зростання показника – з 30,4 % у 2012 р. до 46,9 % у 2016 р., після чого він знову знизився до 32,1 % у 2022 р. Кіпр, Португалія та Люксембург також характеризуються відносно високими показниками частки податкових доходів у ВВП. Загалом показник частки податкових доходів в ВВП є важливим показником фінансової стійкості й ефективності бюджетної політики країн. Він відображає рівень оподаткування, ефективність збирання податків, співвідношення між податковими й неподатковими доходами, а також вплив економічних та фінансових факторів на бюджет країни.

За період із 2012 по 2021 р. середнє значення частки видатків на економічну діяльність (інвестиції, інфраструктура, дослідження та розвиток) у досліджених країнах становило близько 12,27 %. Ми можемо побачити значні відмінності між окремими країнами ЄС та Україною. Наприклад, найбільші витрати здійснювалися в Болгарії та Угорщині (понад 16 %), тоді як найменші в Україні (близько 8,51%). Також можна побачити природні розбіжності за роками в одній і тій самій країні. Наприклад, у Болгарії видатки на економічну діяльність були дуже високими у 2014 р. (19,73 %), після чого почали знижуватися та стали стабільнішими. У Греції також відбувалися значні коливання видатків на економічну діяльність протягом 2012–2021 рр. Можна помітити, що економічні показники країн ЄС та України зазнали впливу пандемії COVID-19. В окремих країнах спостерігалось значне зростання частки видатків на економічну діяльність у 2020 та 2021 рр. (Україна, Іспанія та ін.), що може бути пов'язано зі змінами у бюджетному плануванні та реакцією на пандемію. Загалом аналіз показників частки видатків на економічну діяльність дає змогу оцінити рівень інвестиційної активності та спрямованості бюджетних ресурсів. Розуміння цих показників допомагає зрозуміти економічні пріоритети країн і визначити основні напрями розвитку їх економік.

З 2012 по 2021 р. середнє значення частки видатків на охорону навколишнього природного середовища у досліджених країнах становило приблизно 1,68 %. При цьому лише в країнах ЄС цей показник дорівнював близько 1,71 %. Ми можемо побачити деякі відмінності між окремими країнами ЄС та Україною щодо згаданої частки. Найвищі видатки на охорону природи здійснювалися на Мальті (приблизно 3,43 %), тоді як найнижчі у Україні (0,61 %). Загалом аналіз показників частки видатків на охорону навколишнього природного середовища дає змогу оцінити рівень зусиль країн у сфері екологічної безпеки та охорони природи. Він також допомагає зрозуміти пріоритети у сфері збереження природи та розвитку сталої економіки.

У 2012–2021 рр. середнє значення частки видатків на житлово-комунальне господарство у досліджених країнах становило приблизно 1,63 %: найвище у Болгарії (приблизно 3,55 %), найнижчі у Данії (0,41 %) та Швейцарії (0,59 %). Це може бути пов'язано з рівнем доходів та цін на житло в різних країнах. Є країни, де частка видатків на житлово-комунальне господарство показує зміни протягом років. Наприклад, у Болгарії в 2014 та 2015 рр. ці видатки стрімко зростали, але далі почали зменшуватися. Такі коливання можуть бути пов'язані зі змінами в цінах на комунальні послуги та соціальних програмах. Під час світової кризи 2020 р. соціально-економічне становище багатьох країн зазнало змін, що могло вплинути на рівень видатків на житлово-комунальне господарство. Окремі країни, такі як Україна та Кіпр, показали збільшення цих видатків у 2020 р. порівняно з попередніми роками. Загалом аналіз частки видатків на житлово-комунальне господарство дає змогу оцінити, яку частину бюджету домогосподарства витрачають на житло та комунальні послуги. Він також допомагає зрозуміти, як економічні та соціальні фактори впливають на видатки на ЖКГ у різних країнах.

З 2012 по 2021 р. середнє значення частки видатків на охорону здоров'я в досліджених країнах становив приблизно 14,07 %: найвище в Чехії (близько 18,62 %) та Ірландії (18,98 %), найнижче у Швейцарії (6,73 %) та на Кіпрі (8,31 %). Це може бути пов'язано зі станом національної економіки, рівнем доступності медичних послуг та демографічними чинниками. Є країни, де частка видатків на охорону здоров'я показує зміни протягом років. Наприклад, у Чехії та Ірландії вони постійно зростають, певно, через розширення медичних послуг, покращання системи охорони здоров'я та зростання свідомості щодо здорового способу життя. Видатки на охорону здоров'я в Україні збільшилися у 2020 р. порівняно з попередніми роками. Це безпосередньо пов'язане з необхідністю забезпечення додаткових ресурсів для боротьби з пандемією COVID-19.

У 2012–2021 рр. середнє значення частки видатків на духовний та фізичний розвиток у досліджених країнах становило приблизно 2,65 %. Є певні відмінності між країнами ЄС та Україною щодо цієї частки. Найвищі показники відзначаються в Ісландії (6,73 %), Естонії (5,09 %) та Угорщині (5,71 %), найнижчі значення – в Італії (1,44 %), Україні (1,92 %) та Греції (1,68 %). Ця різноманітність може бути зумовлена культурними, релігійними й соціоекономічними чинниками кожної країни. В окремих країнах ми можемо помітити зміни за роками. Наприклад, видатки на духовний та фізичний розвиток в Угорщині значно зросли у 2016 р., а потім почали зменшуватися, можливо, через зміну соціально-економічної ситуації або призначення бюджетних коштів на інші цілі. Криза 2020 р., спричинена пандемією COVID-19, також вплинула на частку видатків на духовний та фізичний розвиток. Протягом пандемії фінансові ресурси були перерозподілені для боротьби із поширенням захворюваності й економічними наслідками кризи, що позначилося на рівні видатків на інші сфери.

З 2012 по 2021 р. середнє значення частки видатків на освіту в досліджених країнах становило приблизно 11,06 %. Криза 2020 р., спричинена пандемією COVID-19, вплинула й на частку видатків на освіту. Протягом пандемії фінансові ресурси були перерозподілені для підтримки охорони здоров'я та економіки, що позначилося на рівні видатків на освіту у 2020–2021 рр. Варто зазначити, що видатки на освіту є важливим показником для визначення соціальних пріоритетів країни. Вкладання в освіту є стратегічним інвестуванням у розвиток людського капіталу та майбутнє суспільства. Вища частка видатків на освіту часто вказує на те, що країна приділяє більшу увагу розвитку освіти, науки і знань.

У 2012–2021 рр. середнє значення частки видатків на соціальний захист у досліджених країнах становило приблизно 36,66 %. В окремих країнах ми можемо помітити зміни в цій частці на соціальний захист за роками. Наприклад, в Україні вона зменшилася з 46,03 % у 2012 р. до 33,32 % у 2021 р. Це може бути зумовлено різними факторами, такими як економічні труднощі, реформи в системі соціального забезпечення, демографічні зміни тощо. Пандемія COVID-19 вплинула на частку видатків на соціальний захист: ресурси були перерозподілені. Варто підкреслити, що видатки на соціальний захист є важливим показником для визначення соці-

альної політики та добробуту країни. Більша частка видатків на соціальний захист часто вказує на вищий рівень допомоги та підтримки для населення.

7.5. Оцінка індикаторів бюджетної безпеки України

Глобальна фінансово-економічна криза 2008–2010 рр. та криза, спровокована пандемічним шоком 2020–2021 рр., спричинили найбільші розбалансування дохідної та видаткової частин державних бюджетів країн, зростання бюджетного дефіциту та державного боргу за останні 75 років (Han, Mauro, & Ralyea), хоча вони і мали різні причини виникнення: перша була пов'язана з відсутністю ефективного регуляторного нагляду та малозначною оцінкою ризиків спекулятивного фінансового капіталу, накопиченням дисбалансу між реальним та фінансовим секторами світової економіки, друга – із занепадом національних систем охорони здоров'я внаслідок істотного скорочення витрат, зменшення якості медичного обслуговування та загальної кількості медичного персоналу, що зумовило експоненціальне збільшення кількості випадків коронавірусного захворювання. Вирішення системних фіскальних питань і реалізація відповідних заходів, спрямованих на поліпшення стійкості бюджетної системи є надзвичайно важливим завданням для багатьох країн, особливо з урахуванням непередбачуваності економічного розвитку, виникнення явищ кризогенності та контагіозності як наслідків процесів глобалізації, інтеграції та конвергенції національних економічних систем.

Стратегією реформування публічних фінансів визначаються основні напрями та системні заходи, спрямовані на зміцнення фінансового суверенітету та створення умов для переходу від концепції наздоганяючого розвитку до випереджаючого соціально-економічного розвитку шляхом підвищення результативності мобілізації та ефективності витрачання фінансових ресурсів держави. Серед них: дотримання загальної бюджетно-податкової дисципліни у середньостроковій перспективі; підвищення ефективності розподілу ресурсів на рівні формування державної політики; забезпечення ефективного виконання бюджету; підвищення рівня прозорості та підзвітності в управлінні державними фінансами¹. Бюджетні показники є ключовими в оцінюванні загального стану національної безпеки країни, оскільки бюджет відіграє важливу роль у фінансуванні різних галузей та програм, які впливають на фінансову безпеку і економічний розвиток. Збільшення обсягів доходів та підвищення ефективності видатків буде свідчити про загальне посилення національної економічної безпеки.

Фінансова складова стала ключовою сферою забезпечення економічної безпеки продовж 2014–2023 рр. та залишатиметься одним із пріоритетних напрямів її зміцнення у довгостроковому періоді. Експерти визначають основні ризики фіскальній (бюджетній) безпеці у період пандемії COVID-19 та воєнного

¹ Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки: схв. розпорядженням Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 №142-р. URL: <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/cardnpd?docid=249797370>; Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки: схв. розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29.12.2021 № 1805-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-p>.

стану: високий рівень дефіциту державного бюджету; значні втрати податкових та митних надходжень державного та місцевих бюджетів; недофінансування окремих статей видатків бюджету через обмежені фінансові можливості держави; зростання обсягів державного боргу та видатків на його обслуговування, погіршення фінансово-економічного стану державних компаній; невиконання плану надходжень від приватизації державного майна¹. Виконання державного бюджету потенційно піддається фінансовим ризикам, детермінованим зменшенням відрахувань податкових та неподаткових платежів до державного бюджету внаслідок погіршення результатів підприємницької діяльності, виконанням державою гарантійних зобов'язань через неможливість суб'єктів господарювання виконати свої зобов'язання перед кредиторами, наданням додаткової державної допомоги для покриття збитковості, докапіталізації системно важливих банківських установ з метою захисту інтересів вкладників. Зростання дефіциту держбюджету та збільшення державного боргу становлять значні економічні ризики для України у середньо- й довгостроковій перспективі. Водночас у 2022 р. завдяки швидкій та ефективній мобілізації фінансових ресурсів, контролю над банківським сектором та зовнішній фінансовій допомозі, вдалося забезпечити виконання бюджетних зобов'язань, підтримати банківську стійкість та зберегти ділову репутацію на міжнародних фінансових ринках. Однак можливе зменшення спроможності бюджетної системи виконувати заплановані видатки може погіршити ефективність системи соціального захисту та становище в бюджетному секторі. Високі ризики у сфері державних фінансів вимагатимуть постійного фокусування державних органів на забезпеченні фінансових зобов'язань держави, оптимізації бюджетних витрат, підвищенні фінансової стійкості пенсійної системи, стимулюванні бізнесу та залученні коштів міжнародної підтримки.

У 2021 р. бюджетна політика мала на меті зниження дефіциту державного бюджету, який збільшився в 2020 р. через фінансування заходів протидії COVID-19 до рівня, визначеного бюджетним законодавством. Заходи були спрямовані на забезпечення доступу МСП до фінансування за допомогою програми “Доступні кредити 5-7-9 %” – механізмом кредитування банками МСП незалежно від сфери їхньої діяльності шляхом часткової компенсації процентних ставок за кредитами. Програма державних гарантій на портфельній основі спрощує доступ до фінансування, надаючи часткову державну гарантію на їхні боргові зобов'язання перед банками-кредиторами, навіть без достатнього забезпечення.

Повномасштабні військові дії з лютого 2022 р. також значно вплинули на бюджетну систему через збільшення витрат на оборону, реконструкцію та гуманітарну допомогу вразливим групам населення, що позначилось на накопиченні бюджетних ресурсів. Крім того, внаслідок реалізації ризиків воєнного характеру відбулося

¹ Актуальні виклики та загрози економічній безпеці України в умовах воєнного стану / НІСД. URL: <https://niss.gov.ua/publikatsiyi/analitichni-dopovidi/aktualni-vyklyky-ta-zahrozy-ekonomichniy-bezpetsi-ukrayiny-v>; Інформація про фінансові ризики (включаючи умовні зобов'язання та квазі-фінансові операції) та їх вплив на показники державного бюджету у 2023 році / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/zvity>.

припинення економічної активності в окремих регіонах та збільшення потреби в соціальних програмах на підтримку населення. З 2022 р. в умовах воєнного стану прийнято першочергові заходи щодо переорієнтування бюджету на військові цілі та необхідні соціальні витрати, спрямовані на підтримку населення та внутрішньо переміщених осіб, а також на обслуговування критичної інфраструктури. Для забезпечення макроекономічної стабільності та зміцнення бюджетної безпеки уряд вжив низку заходів, серед яких залучення фінансової допомоги від міжнародних фінансових установ, що дало змогу зменшити фінансовий дефіцит та стабілізувати економіку, зокрема профінансувати всі пріоритетні видатки (пенсійні та соціальні виплати, витрати на безпеку, оборону, охорону здоров'я та освіту тощо)¹.

Проведемо оцінку індикаторів бюджетної безпеки відповідно до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджених наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 №1 277, до яких відносять: 1) відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП; 2) відношення дефіциту/профіциту бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління до ВВП; 3) рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет; 4) відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету. Відповідні розрахункові дані за показниками стану бюджетної безпеки України наведено у табл. 7.8. Протягом усього досліджуваного періоду державний бюджет був дефіцитним, однак у 2015–2019 рр. показник відповідав Маастрихтським критеріям (не більше 3 % ВВП) та вимогам МВФ, крім того, він виявився менше прогнозних значень, затверджених у законодавчому полі (Ухналь, 2018).

Фіскальна консолідація та відповідальна бюджетно-податкова політика забезпечили протягом 2015–2019 рр. зниження рівня дефіциту з 5 % у 2014 р. до 2 % ВВП у 2019 р. та зменшення боргового навантаження з 81 % ВВП у 2016 р. до 50 % ВВП у 2019 р. Найглибший дефіцит спостерігався у 2020–2022 рр. – від 4 до 18 % ВВП, у 2020 р. він був у 2,7 раза більше, ніж у 2019 р. (217,6 млрд грн проти 78 млрд грн), у 2022 р. – у 11,3 раза порівняно з 2019 р. Це спричиняє зростання дисбалансів у системі державних фінансів внаслідок пандемічного шоку через зниження потенціалу наповнення державного та місцевих бюджетів у зв'язку з погіршенням фінансового стану підприємств та населення (платників податків) внаслідок посилення карантинних заходів.

Прийняті зміни до державного бюджету на 2020 р. зумовили збільшення дефіциту до 300 млрд грн (8 % ВВП, або майже 11 млрд дол. США) та були відповіддю на очікуване значне зниження доходів через економічну нестабільність та додаткові витрати на протидію поширення коронавірусного захворювання. Для підтримки соціально незахищених верств населення було створено Стабілізаційний фонд на суму 200 млрд грн (7,2 млрд дол. США) шляхом об'єднання і перерозподілу фінан-

¹ Бюджетна декларація на 2022–2024 роки. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/state-budget>; Інформація Міністерства фінансів України про виконання Державного бюджету України за 2022 рік. URL: https://mof.gov.ua/uk/budget_2022-538.

Таблиця 7.8

Оцінка індикаторів бюджетної безпеки України у 2013–2022 рр.

Показник	Порогове значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Відношення дефіциту/профіциту державного бюджету до ВВП, %	[-3–5]	-4,42	-4,92	-2,27	-2,95	-1,60	-1,66	-2,04	-5,15	-3,65	-17,62
Дефіцит/профіцит бюджетних та позабюджетних фондів сектору ЗДУ, % ВВП	[-1–1]	0,053	-0,225	-0,114	0,132	0,028	-0,206	0,069	-0,299	0,108	8,380
Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, %	[23–30]	30,22	28,74	32,79	32,82	34,08	33,26	32,45	32,61	30,50	42,32
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету, %	[6–7]	33,84	48,41	94,70	34,11	60,32	38,09	47,00	47,51	46,26	34,21

Розраховано та складено за: Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>; Міністерство фінансів України. URL: <http://minfin.gov.ua/>; Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>.

Таблиця 7.9

Окремі макроекономічні показники України у 2013–2022 рр.

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ВВП номінальний, млрд грн	1465,2	1586,9	1988,5	2383,2	2981,2	3560,3	3977,2	4222,0	5450,9	5191,0
ВВП реальний, %	0,0	-6,6	-9,8	2,4	2,4	3,5	3,2	-3,8	3,4	-29,1
Дефіцит зведеного бюджету, млрд грн.	63,6 (4,3% ВВП)	72,0 (4,5% ВВП)	30,9 (1,6% ВВП)	54,8 (2,3% ВВП)	42,1 (1,4% ВВП)	67,8 (1,9% ВВП)	87,3 (2,2% ВВП)	224,5 (5,3% ВВП)	187,8 (3,5% ВВП)	845,0 (16,3% ВВП)
Державний та гарантований державою борг на кінець року, млрд грн.	584,8 (40% ВВП)	1100,8 (69% ВВП)	1572,2 (79% ВВП)	1929,8 (81% ВВП)	2141,8 (72% ВВП)	2168,5 (61% ВВП)	1998,3 (50% ВВП)	2551,9 (60% ВВП)	2672,1 (49% ВВП)	4072,9 (78,5% ВВП)
Видатки державного бюджету на обслуговування боргу, млрд грн.	34,4 (8,5% видатків)	51,0 (11,9% видатків)	86,8 (15,1% видатків)	97,4 (14,2% видатків)	111,5 (13,3% видатків)	116,3 (11,8% видатків)	120,0 (11,2% видатків)	120,7 (9,4% видатків)	153,1 (10,3% видатків)	159,7 (5,9% видатків)

Розраховано та складено за: Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>; Міністерство фінансів України. URL: <http://minfin.gov.ua/>; Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>.

сових коштів, котрі передбачались на реалізацію інвестиційних програм та проєктів регіонального розвитку. У рамках змін до бюджету кошти з неперіоритетних державних програм були переспрямовані до Фонду боротьби з COVID-19 у розмірі 64,7 млрд грн (2,4 млрд дол. США), зокрема Пенсійному фонду та Національній службі здоров'я виділено 15,8 млрд грн (600 млн дол. США) та 29,7 млрд грн (1,1 млрд дол. США) відповідно¹. Разом із тим було скорочено видатки на субсидії, регіональні бюджети, фінансову підтримку освітньої та спортивної сфер, витрати на проведення місцевих виборів та державного перепису населення.

Для підтримки сукупного попиту і пом'якшення наслідків економіко-епідеміологічної кризи продовжувалась м'яка фіскальна політика. Водночас граничний розмір дефіциту державного бюджету в 2021 р. було законодавчо встановлено на рівні 246,6 млрд грн. (або 3,5 % ВВП), хоча, аналогічний показник в інших країнах, що розвиваються, він становив 8,5 % ВВП, а на глобальному рівні – 8,2 % ВВП, що вказує на проведення більш жорсткої фіскальної політики.

Основні податкові заходи на період карантинного режиму передбачали: скасування сплати податку на землю та нерухомість, ЄСВ фізичними особами – підприємцями, фермерами та особами, котрі провадять незалежну професійну діяльність, сплати орендної платні за землю, податку на нерухомість і штрафів за прострочення або неповну сплату та несвоечасне подання декларацій штрафів за несвоечасну або неповну сплату ЄСВ; звільнення від сплати ПДВ та імпортного мита на лікарські засоби, медичні прилади та інше обладнання, яке використовують для запобігання / боротьби з COVID-19; мораторій на перевірки органами державного нагляду в певних сферах господарської діяльності.

Вже у 2023 р. виникає ризик невиконання державного бюджету: його дохідну частину зменшено на 162,6 млрд грн. порівняно з минулим роком, а дефіцит збільшено у 4,6 раза – до 914,9 млрд грн. (17,6 % ВВП), що є найбільшим показником за останні 10 років. Ця ситуація зумовлена постійним невиконанням плану продажу державного майна та недоотриманням коштів від приватизації, що призводить до необхідності збільшення обсягів запозичень. Водночас потребують вирішення проблеми у сфері планування бюджетних видатків, особливо в останні місяці року, коли обсяги видатків державного бюджету істотно перевищують середнє значення, що визначає необхідність посилення бюджетної дисципліни для забезпечення стабільності фінансової системи держави.

Воєнні дії на території країни призвели до значного скорочення обсягу бази податкових надходжень: у 2022 р. видатки державного бюджету зросли в 1,8 раза та сягнули понад 50 % ВВП, менше половини яких покривались власними податковими надходженнями, 10,2 % ВВП становили гранти, 19,3 % ВВП – фінансування дефіциту. Доходи в цей період зросли лише на 31,2 % порівняно з 2021 р., зокрема позитивною динамікою характеризувались надходження до державного бюджету від світових технологічних гігантів (1,5 млрд грн “податку на Google”). Зага-

¹ Scientific space: integration of traditional and innovative processes: Scientific monograph. Riga, Latvia : Baltija Publishing, 2023. 600 p. URL: <https://doi.org/10.30525/978-9934-26-310-1>.

лом порівняно з довоєнним часом плановий дефіцит державного бюджету 2022 р. було збільшено майже в 7,9 раза (зі 189 до 1497,2 млрд грн). У 2023 р. заплановано зростання видатків на сектор безпеки та оборони у понад 4 рази до 1,136 трлн грн (50 % державного бюджету), на сектор соціального захисту – 800 млрд грн (35 %), скорочення витрат на державний апарат у розмірі 11,6 млрд грн, створення Фонду ліквідації наслідків війни в розмірі не менше 19 млрд грн, який складатиметься з конфіскованих російських активів та коштів міжнародних партнерів.

Для підтримання можливості фінансувати потреби держбюджету випустили військові облігації для фінансування оборонних і соціальних витрат на загальну суму 400 млрд грн. За даними Міністерства фінансів України, за час війни фінансування державного бюджету становило 1294 млрд грн, у тому числі ОВДП – 541 млрд грн, МФО – 137 млрд грн., решту отримано за двосторонніми угодами та грантами. Наразі у військові облігації інвестували понад 90 тис. роздрібних та бізнес-інвесторів¹.

Значення індикатора відношення дефіциту/профіциту бюджетних та позабюджетних фондів сектору загальнодержавного управління до ВВП, за винятком 2022 р., переважно перебували у безпечній зоні й відповідали задовільному рівню (від -1 до 1 %). У 2015 р. видатки пенсійної системи становили 11 % ВВП, у 2016 р. зросли до 13, у 2018 р. – до 21, а в 2020 р. вже досягли 30 %. Особливо значним було збільшення видатків у 2022 р. Ймовірне посилення вразливості національної економіки можливе через затримку з надходженням зовнішнього фінансування, що позначиться на стабільності бюджету, зокрема пенсійної системи та фінансової стійкості країни в цілому.

Протягом аналізованого періоду показник рівня перерозподілу ВВП через зведений бюджет перевищував межі задовільних значень, які становили від 23 до 30 %. Цей факт свідчить про наявність серйозних проблем у фінансовій сфері, які накопичувалися протягом тривалого періоду і мають системний характер. Ці проблеми призводять до послаблення стимулюючої та соціальної функцій податкової системи, а також загострення проблем у податково-митному адмініструванні.

Показник відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу до доходів державного бюджету перебував у небезпечній зоні, що становить суттєвий чинник тривалих проблем у сфері державних фінансів і має негативний вплив на бюджетну безпеку. Рівень цього показника стрімко збільшився – з 33,8 % у 2013 р. до 94,7 % у 2015 р., а в 2018–2022 рр. у середньому перевищував 40% при його задовільному значенні в межах від 6 до 7 %. Швидке зростання обсягу дефіциту бюджету, інфляційні процеси, девальвація гривні та обмежений доступ до дешевих фінансових ресурсів на фінансових ринках у 2014 р. призвели до збільшення вартості обслуговування державного боргу. Наприкінці 2016 р. сума обслуговування державного боргу становила 96,1 млрд грн., що на 11,6 млрд грн

¹ Аналітична доповідь до щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє та зовнішнє становище України” / НІСД. 2022. URL: <https://niss.gov.ua/publikatsiyi/poslannya-prezydenta-ukrayiny/analitchna-dopovid-do-shchorichnoho-poslannya-1>.

більше, ніж у 2015 р. і на 48,1 млрд грн більше, ніж у 2014 р. Таким чином, протягом двох років сума обслуговування державного боргу зросла вдвічі. У 2016 р. обслуговування державного боргу дорівнювало 11,5 % обсягу профінансованих видатків, тоді як у 2015 р. – 12,7 %. Завдяки вжитим заходам зі реструктуризації та погашення частини боргу цей показник знизився у 2016 р. до 33,7%. Проте у 2017 р. на обслуговування державного боргу було спрямовано 110,5 млрд грн, або 10,5 % видатків зведеного бюджету. Збільшення частки державного та гарантованого державою боргу у 2020 р. (60 % ВВП порівняно з 50 % у 2019 р.), а у 2021 р. – повернення допандемічного рівня у 50 % ВВП зумовлює необхідність залучення зовнішнього фінансування для покриття дефіциту державного бюджету (табл. 7.9). За умов зростання боргових зобов'язань держави видатки на обслуговування боргу надалі зростатимуть, що може створити ризики для балансу бюджетного фонду та зниження фінансування інших функцій держави. У 2017–2022 рр. показник обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення державного боргу продовжував залишатись у небезпечній зоні, що підтверджує наявність тривалих викликів у фіскальній сфері та потребу в розробленні ефективних стратегій зниження дефіциту та забезпечення сталої фінансової стійкості країни. При цьому можливості виходу на зовнішні ринки для України все ще залишаються обмеженими, що вимагає переорієнтації запозичень на внутрішній ринок і, як наслідок, призводить до посилення ефекту витіснення, оскільки банки залишаються основними покупцями ОВДП. Крім того, поступове зростання вартості запозичень на внутрішньому ринку створює додаткове навантаження на держбюджет у майбутньому¹.

Індикатори бюджетної безпеки наразі свідчать про недостатню стійкість державних фінансів, що призводить до появи системних внутрішніх загроз та знижує спроможність країни протистояти зовнішнім ризикам. Серед таких наслідків можуть бути низька купівельна спроможність населення, скорочення кредитування економіки, несприятливий інвестиційний клімат, погіршення прогнозу щодо кон'юнктури на світових сировинних ринках, а також негативні прогнози розвитку світової економіки на наступні роки. Ймовірно, у найближчому майбутньому ситуація практично не зміниться, оскільки причини дефіциту державного бюджету та сектору ЗДУ залишаються невирішеними. До них належать: триваючий військовий конфлікт, що вимагає додаткових фінансових ресурсів для оборонної галузі, глибока економічна рецесія, яка потребує переорієнтації економічних зв'язків, а також наявність соціальних та інших зобов'язань держави, які включають забезпечення потреб населення в енергоносіях, виплати пенсій тощо.

Один із головних ризиків у сфері державних фінансів в умовах в умовах шоків пандемічного та воєнного характеру полягає в розбалансуванні державних та місцевих бюджетів через нестабільність надходжень і зростання видатків. За необхідності фінансування оборони країни та соціальної підтримки громадян важливо враховувати фінансування процесів першочергового відновлення інфра-

¹ Scientific space: integration of traditional and innovative processes: Scientific monograph. Riga, Latvia : Baltija Publishing, 2023. 600 p. URL: <https://doi.org/10.30525/978-9934-26-310-1>.

структури та повернення деокупованих територій до життя. Традиційні підходи до забезпечення бюджетної стійкості, що базуються на неемісійному фінансуванні бюджетних видатків та мінімізації бюджетного дефіциту, в умовах війни виявляються недостатніми. Різке скорочення бюджетних видатків може мати негативний соціальний вплив і позначитися на обороноздатності. Для досягнення бюджетної стійкості в умовах ресурсної обмеженості, необхідно балансувати залучення зовнішніх та внутрішніх фінансових ресурсів у прийнятних обсягах, включаючи фінансування з боку НБУ, а також раціоналізувати бюджетні видатки. Подальша цифровізація податкового та митного адміністрування може підвищити ефективність і ризик-орієнтованість фіскального контролю, знизити обтяжливність податкових і митних процедур та сприяти послабленню податкового навантаження на економіку. Важливо, щоб бізнес-спільнота та громадяни мали чітке розуміння про формування та витрачання бюджетних коштів. Це може покращити податкову дисципліну та згодом допомогти лібералізувати податкове навантаження. Для цього потрібні поліпшення якості та доступності публічних послуг за допомогою цифрової трансформації, розкриття потенціалу децентралізації, удосконалення системи горизонтального вирівнювання податкоспроможності місцевих бюджетів, а також підвищення якості складання й виконання місцевих бюджетів і поширення використання бюджетів участі¹.

7.6. Тенденції змін дохідної частини Державного бюджету України в умовах воєнного стану (2022 р. – I півріччя 2023 р.)

Надзвичайні ситуації завжди ставлять перед державою виклики та вимагають адаптації в усіх сферах життя, включаючи фінансову. Одним із ключових аспектів, які піддаються серйозним змінам у період воєнного стану, виступає дохідна частина Державного бюджету України. Ефективне управління доходами держбюджету є важливим з метою забезпечення фінансової резиліентності / стійкості та розвитку країни. Зміни, спричинені вторгненням росії як держави-агресора в Україну, характеризуються серйозними наслідками для національної економіки та фінансової системи.

2022 р. став важким випробуванням для державного бюджету України через широкомасштабне вторгнення російських військ та його наслідків. Це призвело до низки серйозних викликів та факторів, що вплинули на дохідну частину бюджету:

- зупинка зовнішньоекономічних операцій: закриття українсько-російського та українсько-білоруського кордонів, зупинка транзиту та авіап перевезень, а також блокування морських портів суттєво вплинули на зовнішньоекономічну діяльність та призвели до спаду обсягів імпорту та експорту;
- спад економіки та бізнес-активності: серйозне зменшення економічних показників та ділової активності платників податків.

¹ Аналітична доповідь до щорічного Послання Президента України до Верховної Ради України "Про внутрішнє та зовнішнє становище України" / НІСД. 2022. URL: <https://niss.gov.ua/publikatsiyi/poslannya-prezydenta-ukrayiny/analitichna-dopovid-do-shchorichnoho-poslannya-1>.

- міграція населення: масштабна міграція населення, у т. ч. внутрішня та міжнародна, вплинули на податкову базу й соціальні програми;
- руйнація інфраструктури та виробництва, зокрема нафтопереробних заводів, металургійних комбінатів та інфраструктурних об'єктів;
- податкова політика: зміни в спрощеній системі оподаткування та розмірах акцизів;
- гранти та допомога від міжнародних партнерів, які були перераховані до державного бюджету.

До держбюджету (загального та спеціального фондів разом) надійшло 1787,7 млрд грн доходів, що на 490,8 млрд більше, ніж у 2021 р., тобто відбулося зростання на 37,8 %¹. Початковий річний план на 2022 р. становив 1553,03 млрд грн, фактичні нахождення до державного бюджету перевищили показник на 234,7 млрд грн, що важливо для фінансової стабільності країни. Доходи держбюджету становили 115,1 % затвердженого річного показника зі змінами, що свідчить про високий рівень дохідної частини. Рівень виконання річного розпису (уточненого річного плану за 2022 р.), враховуючи зміни, які внесли розпорядники коштів за спеціальним фондом, становив 101,49 %. Можна констатувати, що за I півріччя 2023 р. виконано 1302,39 млрд грн, що на 674,2 млрд грн, або удвічі, більше ніж за аналогічний період 2022 р., виконання до уточненого періоду становило 75 %.

Протягом усього аналізованого періоду у I кв. 2022 р. – II кв. 2023 р. у структурі сукупних доходів державного бюджету в розрізі офіційних трансфертів та доходів (без урахування міжбюджетних трансфертів) частка офіційних трансфертів сягала мінімального значення, зокрема у II кв. 2022 р. вона становила 0,37%, а максимальну частку продемонструвала на кінець аналізованого періоду 1,69 % у II кв. 2023 р. Як бачимо, резонансне зміщення від мінімальної точки до максимальної становило рік. У базисному році було виконано всі зобов'язання з перерахування міжбюджетних трансфертів. У 2022 р. з державного бюджету до місцевих бюджетів надійшло 136,8 млрд грн, з них 129 млрд грн, або 98,7 % від передбачених розписом асигнувань, із загального фонду. Так, згідно з даними НБУ, найменше отримано доходів до держбюджету було у II кв. 2022 р. – 299,24 млрд грн, що на 29,72 млрд, або на 9,03 % менше, ніж до повномасштабного російського вторгнення (рис. 7.7).

Як бачимо з рис. 7.8 доходи держбюджету мали стрибкоподібну тенденцію. Найбільше доходів зафіксовано на кінець аналізованого періоду за даними II кв. 2023 р.: 776,47 млрд грн, або на 250,55 млрд грн (47,64 %) більше щодо базисного періоду аналізу. Втім, якщо порівняти з показником II кв. 2022 р. констатуємо зростання на 159,48 %.

Найбільшу частку в структурі доходів державного бюджету України протягом досліджуваного періоду мали податкові надходження, частка котрих коливалися

¹ Публічний звіт Голови казначейства Тетяни Слюз про підсумки діяльності Державної казначейської служби України за 2022 рік. URL: <https://www.treasury.gov.ua/storage/app/sites/1/uploaded-files/%D0%9F%D0%A3%D0%91%D0%9B%D0%86%D0%A7%D0%9D%D0%98%D0%99%D0%97%D0%92%D0%86%D0%A2%D0%B7%D0%B0%202022%D1%80%D1%96%D0%BA.pdf>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

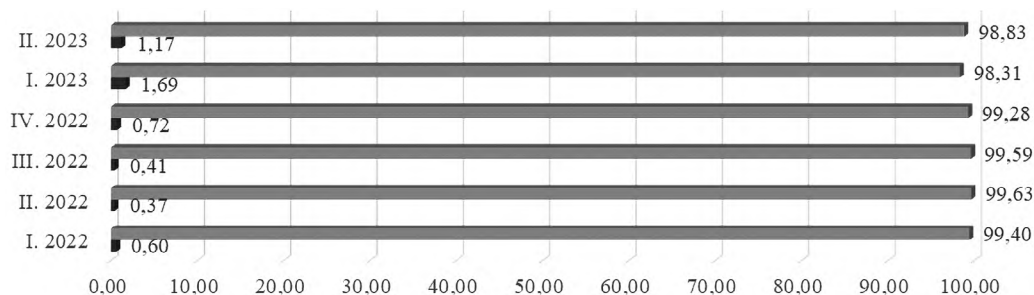


Рис. 7.7. Структура доходів державного бюджету України в розрізі офіційних трансфертів та доходів (без урахування міжбюджетних трансфертів) у I кв. 2022 – II кв. 2023 рр., %

Побудовано за: Державні фінанси / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#4>.

в середньому від 35,58 % на кінець II кв. 2023 до 72,38 % у I кв. 2022 р. Як бачимо з табл. 7.10, їхня частка мала щоквартальний вектор зниження, і така тенденція простежується протягом усіх 6 кварталів. Друге місце посідають неподаткові надходження. Їхня частка в середньому не перевищувала 25 % протягом 6 кварталів, утім, мала тенденцію до зростання після скорочення у 2022 р. до 14,96 % у III кв. 2022 р. (у II кв. 2023 – 45,70 %). Доходи від операцій з капіталом становлять мізерний відсоток (не більше 0,1 %). Вид доходів з капіталу був мінімальним та стабільним протягом року, що може вказувати на відсутність істотних фінансових операцій, тому вважаємо їх деталізацію недоречною.

Найбільшу частку надходжень від урядів зарубіжних країн та міжнародних організацій зафіксовано у III кв. 2022 р. (42,13 %), потім її вага поступово скорочується, досягаючи 17,51 % на кінець II кв. 2023 р. Цей вид доходу характеризувався стабільним зростанням протягом перших трьох кварталів 2022 р., після чого спо-

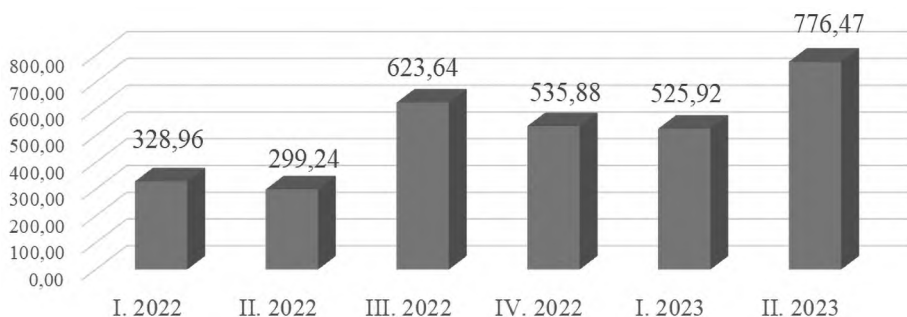


Рис. 7.8. Сукупна вартість доходів державного бюджету України у I кв. 2022 – II кв. 2023 рр., млрд грн

Побудовано за: Державні фінанси / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#4>.

Таблиця 7.10

Структура доходів державного бюджету України у І кв.2022 – ІІ кв. 2023 р., %

Стаття доходів	І кв. 2022	ІІ кв. 2022	ІІІ кв. 2022	ІV кв. 2022	І кв. 2023	ІІ кв. 2023
Усього доходів	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Офіційні трансфerti	0,60	0,37	0,41	0,72	1,69	1,17
Разом доходів (без урахування міжбюджетних трансфертів)	99,40	99,63	99,59	99,28	98,31	98,83
Податкові надходження	72,38	61,33	42,45	49,16	47,79	35,58
Неподаткові надходження	25,86	12,84	14,96	24,23	25,06	45,70
Доходи від операцій з капіталом	0,00	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00
Від урядів зарубіжних країн та міжнародних організацій	1,15	25,34	42,13	25,89	25,44	17,51
Цільові фонди	0,01	0,02	0,00	0,00	0,01	0,04

Складено за: Державні фінанси / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#4>.

стерігалася певна варіабельність у решті кварталів. При розрахунку частки цільових фондів встановлено, що вони не перевищують 0,04 % (максимальний показник на кінець ІІ кв. 2023 р.). Внутрішні податки на товари та послуги переважали протягом усіх аналізованих кварталів, зокрема, на кінець ІІ кв. 2023 р. їхня частка становила 63,33 %, варіація дорівнювала від 52,93% у ІІ кв. 2022 р. до максимального значення у ІІІ кв. 2022 р. – 65,32 %.

Також у межах аналізу охарактеризуємо структуру податкових надходжень, групуючи її за кодами казначейства (групами податків) у структурі самих податкових надходжень (рис. 7.9). Другу сходинку посідають згруповані податки на доходи, на прибуток, на збільшення ринкової вартості, варіація “розмаху” їх частки коливалася від мінімального значення у ІІІ кв. 2022 р. (23,65 %) до максимального значення у ІІ кв. 2022 р. –33,73 %. Рентна плата та плата за спеціальне використання природних ресурсів посідає третє місце в групуванні податкових надходжень, її частка щокварталу зменшувалася і на кінець ІІ кв. 2023 р. становила 5,41 %. Найбільше значення цього податку припало на ІІ кв. 2022 р. (12 %). Податки на міжнародну торгівлю та зовнішні операції протягом ІІІ кв. 2022 – ІІ кв. 2023 р. перебували на рівні 3 % із незначним коливанням +/-0,02%, мінімальна частка продемонстрована у ІІ кв. 2022 р. – 0,9 %.

У розрізі дослідження охарактеризуємо структуру неподаткових надходжень, групуючи її за кодами казначейства, але в структурі самих неподаткових надходжень (рис. 7.10). Структура неподаткових надходжень характеризується варіацією індикативних показників: зокрема, якщо в І кв. 2022 р. найбільшу частку мали доходи від власності та підприємницької діяльності (64,91 %) та власні надходження бюджетних установ (28,96 %), то на кінець аналізованого періоду показник мав

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ



Рис. 7.9. Структура податкових надходжень у I кв. 2022 – II кв. 2023 р. %

Побудовано за: Державні фінанси / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#4>.

обернену тенденцію: доходи від власності та підприємницької діяльності – 29,08 %, власні надходження бюджетних установ – 65,95 %.

Власні надходження бюджетних установ займали лідируючі позиції, хоча характеризувалися стрибкоподібною тенденцією – чи то в бік висхідного, чи то в бік низхідного тренду. Максимальне значення у структурі неподаткових надходжень констатуємо в III кв. 2022 – 91,65 %. Причини таких змін було описано при детальній характеристиці податкових та неподаткових надходжень вище в дослідженні. Адміністративні збори та платежі, доходи від некомерційної господарської діяльності в структурі неподаткових надходжень не перевищують 4 %, і їх максимальне значення було в II кв. 2022 р. – 4,01 %, а мінімальне – у II кв. 2023 р. (0,80 %). Інші неподаткові надходження становили наприкінці II кв. 2023 р. 4,18 %, максимальна частка була зафіксована у II кв. 2022 р. – 13,25 %.



Рис. 7.10. Структура неподаткових надходжень у I кв. 2022 – II кв. 2023 р., %

Побудовано за: Державні фінанси / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#4>.

Проаналізуємо структуру та динаміку податкових надходжень в Україні у період воєнного стану. Податок на прибуток підприємств у 2022 р. зазнав істотного скорочення у період III кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. (21,24 %), проте, починаючи з наступного кварталу, він продемонстрував зростаючий тренд як в абсолютному значенні (5,21 млрд грн), так і у відносному (20,64 %). Однак на кінець аналізованого періоду знову зменшився (-4,93 %). Сукупний обсяг ППП продемонстрував синусоїдальний темп зміни, як і в принципі всі податкові надходження за досліджуваний період. Також вплив мало надання юридичним особам права перейти на спрощену систему оподаткування, обліку та звітності з обов'язковим сплатою єдиного податку за ставкою 2 %. Вважаємо, надходження ППП знизились через погіршення фінансових результатів бізнесу, його значну релокацію в країни ЄС, а також постійні обстріли підприємств критичної інфраструктури, котрі є найбільшими наповнювачами бюджету, так званими сумнісними платниками податків відповідно до умовної типологізації ДПС України, уже протягом останніх 5 років.

Податок та збір на доходи фізичних осіб найбільшого скорочення зазнав у період I кв. 2023 / IV кв. 2022 (-6,65 %) та у I кв. 2023 / IV кв. 2022 (-15,04 %). Позитивним моментом є зафіксоване значення цього податку на кінець аналізованого періоду в 42,60 млрд грн в абсолютному значенні, а також зростання (+13,31 %, або на 5,01 млрд грн більше за попередній). Падіння надходжень ПДФО було спричинено через втрату доходів найманими працівниками, зокрема втрату робочих місць: велику кількість підприємств та ФОП було закрито через руйнування як самих будівель, так і значну імміграцію населення за кордон. Утім ці втрати було успішно компенсовано за допомогою ПДФО, що надходило з грошового забезпечення військовослужбовців.

Зафіксоване зменшення надходжень від податку на прибуток, викликане зниженням корпоративних прибутків, може бути певно мірою компенсоване завдяки збільшенню фонду оплати праці військових. Водночас зменшення надходжень від ПДФО, зумовлене структурними змінами на ринку праці та скороченням фонду оплати праці в державному секторі, може призвести до певного зниження доходів держбюджету.

Рентна плата та плата за використання інших природних ресурсів на останній часовий лаг становила 13,93 млрд грн, що на 2,03 млрд грн менше за минулий період. У сфері рентної плати за користування надрами для видобування природного газу було введено різні розміри ставок, тимчасово визначено податкові зобов'язання на основі реалізованих обсягів газу природного замість видобутого, змінено підхід до розрахунку фактичної ціни реалізації природного газу для обчислення податкових зобов'язань. Цей податок продемонстрував зростання у період IV кв. 2022 р. / III кв. 2022 р., однак у зв'язку з політичними чинниками та лобістськими законами, котрі й дали можливість досягти досліджуваному показнику певної точки біфуркації, попри війну в країні.

Акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів становив на кінець II кв. 2023 р. 25,22 млрд грн. Його падіння зафіксовано у період I кв. 2023 р. /

IV кв. 2022 р. (-6,76 %). Значення досліджуваного індикативного показника за період воєнного стану II кв. 2023 р. / I кв. 2023 р. зросло на 40,93 % – на 25,22 млрд грн, що на 7,33 млрд грн більше за I кв. 2023/ IV кв. 2022 р. Акцизний податок з ввезених в Україну підакцизних товарів на кінець досліджуваного часового лага становив 17,44 млрд грн, його скорочення дорівнювало 0,68 млрд грн, або -4,04 %. У цілому протягом років він демонстрував помірне зростання, крім останнього часового періоду в II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. (-7,42 %) та III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. (-21,32 %). Цьому сприяли підвищення специфічних ставок та мінімального акцизного податкового зобов'язання на тютюнові вироби на 20 % з 01.01.2022 і ставок на спирт та алкогольні напої на 5 % з 01.03.2022. У IV кв. 2022 р. / III кв. 2022 р. значення показника становило +79,46 %.

Податок на додану вартість з вироблених в Україні товарів (робіт, послуг) мав стрибкоподібну тенденцію: найбільший вектор зростання зафіксовано протягом періоду III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. (53,86 %), у свою чергу, у період II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. було найнижче відхилення, котре становило (-32,70 %). ПДВ з ввезених на територію України товарів продемонстрував найкращі показники у період III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. – 153,95 %, утім, протягом останніх кварталів дослідження можемо констатувати його коливання в бік низхідного зміщення, зокрема максимальна від'ємна амплітуда припала на період II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. (-58,75%). Така динаміка в умовах війни спричинена впровадженням електронного адміністрування, контрольними заходами щодо підвищення ефективності адміністрування ПДВ, боротьбою з тіньовими схемами оподаткування, зменшенням фактичного обсягу товарообороту підприємств роздрібної торгівлі у зв'язку з ревакацією, шевінгом.

Розглянемо податки на міжнародну торгівлю та зовнішні операції – ввізні і вивізні мито; консульські збори та інші надходження від зовнішньоекономічної діяльності. Найнижчий показник можна простежити у період II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. (-73,37%), найвищий – у наступному порівнюваному періоді, а саме III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. (419,17 %). Ці заходи стали важливими для фінансової підтримки та надання допомоги в умовах конфлікту, а також для забезпечення національної безпеки.

Також парламент прийняв проект закону про внесення змін до Митного кодексу України щодо особливостей ввезення на митну територію України товарів для потреб безпеки і оборони у період воєнного стану від 24.02.2023 № 9062¹ та ухвалив у цілому закон про внесення змін до підрозділу 2 розділу XX “Перехідні положення” ПКУ щодо звільнення від оподаткування ПДВ операцій з постачання/ввезення товарів для потреб безпеки та оборони у період воєнного стану².

¹ Проект Закону про внесення змін до Митного кодексу України щодо особливостей ввезення на митну територію України товарів для потреб безпеки і оборони у період воєнного стану № 9062 від 24.02.2023. URL: <https://itd.rada.gov.ua/billInfo/Bills/Card/41437>.

² Проект Закону про внесення змін до підрозділу 2 розділу XX “Перехідні положення” Податкового кодексу України щодо звільнення від оподаткування податком на додану вартість операцій з постачання/ввезення товарів для потреб безпеки і оборони у період воєнного стану № 9061 від 24.02.2023. URL: <https://itd.rada.gov.ua/billInfo/Bills/Card/41436>.

Екологічний податок (“Інші податки та збори”) має сталу тенденцію до наповнення держбюджету в абсолютних показниках, тобто зростає щокварталу на рівні 0,06–0,08 млрд грн, його коливання на початку аналізованого періоду II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. (-11,97 %) не пов’язані з повномасштабною агресією.

Позитивним моментом, що сприяв наповненню дохідної частини держбюджету, стало зростання неподаткових надходжень. У 2022 р. неподаткові доходи до Державного бюджету України становили у II кв. 2023 р. 354,81 млрд грн, або на 222,9 млрд грн (169,16 %) більше, ніж у I кв. 2023 р. Також їх відсоткова частка зросла із 45,70 % у II кв. 2023 р., що майже 2,5 раза більше щодо попередніх аналізованих періодів.

Доходи від власності та підприємницької діяльності мали значні темпи скорочення, з 55,21 млрд грн у I кв. 2022 р. до 9,91 млрд грн у II кв. 2022 р. та до 2,41 млрд грн у III кв. 2022 р., відповідно, скорочення відбулося на 82,04 та 75,67 %. Утім далі ця стаття доходів держбюджету демонструє поступове відновлення, і на кінець звітного періоду можемо констатувати 103,17 млрд грн залучених фінансових ресурсів від власності та підприємницької діяльності, що на 91,93 млрд грн більше за попередній базисний період.

Стаття неподаткових надходжень “Кошти, що перераховуються Національним банком України відповідно до Закону України “Про Національний банк України” присутня в I кв. 2022 р. та II кв. 2023 р., і оскільки її немає в інших періодах, вважаємо аналіз її некоректним для деталізації.

У структурі неподаткових надходжень майже в 2,3 раза продемонстрували зростання власні надходження бюджетних установ до спеціального фонду Державного бюджету України. Відносно відхилення у період III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. становило +290,98%. Вважаємо, цьому сприяли значні надходження грошових коштів, котрі надходили на офіційні рахунки на підтримку України через ініціативу United24 й зараховувалися до спеціального фонду держбюджету, адже одержувачами цих грошових коштів є бюджетні установи, котрі утримуються за рахунок держбюджету. Так, на спецрахунок, котрий НБУ відкрив 24.02.2022 з метою підтримки ЗСУ й оборони України, на 21.02.2023 надійшло 24,1 млрд грн в еквіваленті, з яких на потреби оборони перераховано 23,1 млрд грн¹. Утім, протягом наступних періодів спостерігаємо скорочення залучення власних надходжень бюджетних установ, зокрема у період IV кв. 2022 р. / III кв. 2022 р. вони зменшилися на 20,56 %, а I кв. 2023 р. / IV кв. 2022 р. – на 3,5 %. Однак помітна позитивна динаміка в абсолютних показниках у досліджуваних точках, а саме +17,59 млрд і 3,61 млрд грн. Так, в останній досліджуваний період – на II кв. 2023 р. – власні надходження бюджетних установ становили 234,00 млрд грн, що 12,27 млрд грн більше за попередній квартал, рівень зміни дорівнював +119,25 %. Це свідчить про продовження позитивної тенденції.

Завданням щодо надходження коштів від орендної плати за користування цілісним майновим комплексом та іншим державним майном Законом України “Про

¹ Державний бюджет України 2022 року: виконання в умовах повномасштабної війни / НІСД. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/derzhavnyy-byudzheth-ukrayiny-2022-roku-vikonannya-v-umovakh>

Державний бюджет України на 2023 рік” їх встановлено на рівні 730 млн грн. У I кв. 2023 р. Фондом забезпечено надходження до держбюджету 0,18 млрд грн від орендної плати за користування державним майном, або 24,88 % від річного завдання, а вже за результатами II кв. 2023 р. забезпечено фінансування на рівні 27,3 % (0,20 млрд грн)¹. На початку 2022 р. спостерігаємо негативну тенденцію нарощування цих неподаткових надходжень, зокрема у II кв. 2022 р. / I кв. 2022 р. – -49,55 та -36,27 % відповідно, проте після III кв. 2022 р. / II кв. 2022 р. показник продемонстрував висхідний тренд до 67,39 %.

Збори на обов’язкове державне пенсійне страхування з окремих видів господарських операцій протягом аналізованого періоду в абсолютному значенні мали сталу тенденцію до зростання. На кінець II кв. 2023 р. вони становили 3,13 млрд грн, що на 24,97 % більше за попередній квартал.

Надходження частини чистого прибутку та дивідендів від суб’єктів господарювання державного сектору економіки дорівнювали на II кв. 2023 р. 29,27 млрд грн. Держбюджетом на 2023 р. заплановано надходження чистого прибутку державних/комунальних унітарних підприємств та їх об’єднань, що вилучається до відповідного бюджету, та дивідендів, нарахованих на акції (частки) господарських товариств, у статутних капіталах яких є державна або комунальна власність, у сумі 26,3 млрд грн². Наповнення бюджету за цими неподатковими надходженнями за I півріччя 2023 р. вище запланованого на 3,73 млрд грн.

Висновки до розділу 7

Проблеми, зумовлені кризовими явищами в суспільстві, мають потенціал вирішення за рахунок реалізації концепції сталого розвитку. Здійснення пріоритетів сталого розвитку дає змогу забезпечити потенціал економічного зростання в національній економіці. Зростають можливості всіх членів суспільства, поширюються принципи демократії, дотримуються ключові права та свободи особистості. Пандемія COVID-19 та її наслідки заклали основу для зміни структури видатків державного бюджету. У свою чергу, глобальні тенденції зумовили подальше посилення тенденцій сталого розвитку. Вітчизняна система бюджетування здебільшого функціонує, зважаючи на ключові функції держави, відповідним чином відбувається перерозподіл видатків держбюджету. Однак пандемія COVID-19 довела потребу в перегляді усталених практик у частині їхньої відповідності міжнародним практикам. Отже, варто звернути увагу на розбудову перерозподілу видатків державного бюджету згідно з ЦСР. Це дасть змогу оперативно контролювати ефективність здійснених видатків на державному рівні, відстежувати ступінь інтегрованості національної економіки до глобального простору.

¹ До Державного бюджету України від приватизації державного майна перераховано понад 902 мільйони гривень. 2023. 17 квіт. URL: https://www.rada.gov.ua/news/news_kom/235505.html.

² Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості в умовах воєнного стану в Україні. 2023. Квітень. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/ohlyad-instrumentiv-pidtrymky-finsanovoyi-stiykosti-v-umovakh-voyennoho-11>

Російсько-українська війна, що розпочалася у 2022 р., має визначальний вплив на аналіз статистичних рядів доходів Державного бюджету України. Тому доцільно досліджувати період 2013–2021 рр. і відповідні статистичні характеристики. Початок пандемії COVID-19 та її поширення у 2021 р. характеризуються головним чином зростанням частки ПДВ та суттєвим зменшенням власних надходжень бюджетних установ в 2021 р. У цілому оцінювати кризові зміни в економіці необхідно на основі різницевого показників (дефіцитів-профіцитів бюджетів), а також показників різницевого доходів – валових і чистих доходів у розумінні системи національних рахунків.

Попри складність соціально-економічної ситуації у 2014–2023 рр., децентралізація позитивно вплинула на зміцнення фінансової бази місцевого самоврядування. Навіть за постійного зовнішнього тиску (замах на територіальну цілісність держави й підтримання напруженості на сході країни, пандемія, яка тривала понад два роки, повномасштабна російська агресія тощо), можна говорити про потужний ефект від розширення податково-видаткових повноважень ОМС і МОВ тощо. Це підтверджується насамперед стабільною базою власних доходів місцевих бюджетів, котра не зазнала істотних змін (принаймні у статистичному вимірі) ані під час пандемії, ані в перший рік дії воєнного стану й фактично повномасштабної війни, що триває. Водночас виконання проектів з повоєнної відбудови істотно залежатиме від фінансової спроможності громад. Ефективність та оперативність реалізації ініціатив із реконструкції об'єктів нерухомості та інфраструктури пов'язані з тим, якою мірою громади будуть автономні від дотацій з державного бюджету. До шляхів зміцнення фінансової самодостатності громад, на нашу думку, належать: напрацювання конкретних інвестиційних пропозицій та розроблення проектів з урахуванням нагальних інтересів громади; пошук партнерів серед сусідніх громад, громадських організацій, бізнес-асоціацій, налагодження співробітництва з державною владою. Завдяки об'єднанню зусиль виникає можливість реалізувати проекти, що впливатимуть на ширшу цільову аудиторію, збільшити обсяг залучених коштів; з боку держави доцільним видається надання громадам можливості впливу на адміністрування місцевих податків, оскільки вони максимально вмотивовані збільшити власну фінансову спроможність і водночас дистанція між ОМС та платниками податків є мінімальною.

Знання статистичних даних щодо зведеного бюджету України та країн ЄС дає змогу оцінити діючі економічні політики, виявити їх ефективність та неефективність, а також вплив змін у певних сферах економіки на загальний стан фінансової та монетарної безпеки. У свою чергу, статистичні дані щодо частки видатків на громадський порядок, безпеку й судову владу можуть розкрити рівень зусиль, що здійснюються для забезпечення правопорядку та безпеки в різних країнах. Ці дані дають можливість порівняти ефективність заходів, вжитих державами для боротьби зі злочинністю та забезпечення прав людини та громадянської безпеки.

При дослідженні частки державних витрат на охорону здоров'я та освіту можна з'ясувати, наскільки країни інвестують у фізичний та духовний розвиток своїх гро-

мадян. Ці дані є показниками соціальної відповідальності країн та можуть вказати на те, наскільки держави забезпечують населенню належні умови для здорового та освітнього розвитку.

Загалом аналіз статистичних даних у контексті фінансової та монетарної безпеки допомагає усвідомити основні економічні тенденції та виклики, з якими країни зіткнулись, і виявити потенційні ризики й можливості для зміцнення фінансової основи національних економік. Відповідно до отриманих даних уряду можуть розробити та реалізувати національні стратегії, спрямовані на забезпечення стабільності й стійкого економічного зростання країн в умовах непередбачуваних змін та глобалізаційних викликів.

Для покращання управління державними фінансами в умовах шоків пандемічного та воєнного характеру необхідне впровадження ефективних механізмів контролю та моніторингу витрат, раціонального розподілу ресурсів і оцінювання ефективності бюджетних програм шляхом повноцінного впровадження середньострокового бюджетного планування, забезпечення прозорості й відкритості бюджетного процесу на порталах відкритих даних, спрощення податкового адміністрування, упровадження ефективних рішень на засадах Індустрії 4.0, залучення громадськості до ухвалення рішень та створення сприятливого інвестиційного бізнес-клімату. Також удосконалення потребує методологія оцінювання бюджетної безпеки для забезпечення комплексного розуміння фінансового стану стабільності та бюджетної системи країни, що допоможе вчасно реагувати на проблеми, які виникають, шляхом застосування ефективних стратегій.

Для забезпечення ефективності та стійкості державного бюджету важливо вжити низку заходів:

- обґрунтування необхідності розподілу фінансових ресурсів у спосіб, що відповідає поточній ситуації. Нові пріоритети мають бути націлені на підтримку обороноздатності країни та підтримку громадян у складних умовах війни;
- посилення фінансово-економічної обґрунтованості стимулів: на етапі розроблення законопроектів про податкові й митні стимули необхідно докладати більше зусиль для забезпечення їх обґрунтування з фінансово-економічної точки зору;
- співпраця з міжнародними партнерами: активне співробітництво з міжнародними організаціями та партнерами щодо залучення пільгового кредитного фінансування та розвитку внутрішнього ринку державних запозичень може стати важливим джерелом доступних ресурсів для фінансування бюджетних потреб.

Гармонізація бюджетного законодавства України до стандартів та вимог ЄС є важливим завданням для України на шляху до інтеграції з ЄС у зв'язку з отриманням Україною статусу кандидата на вступ до ЄС. Це сприятиме збалансованому та стійкому фінансовому управлінню, що, у свою чергу, забезпечить ефективне використання бюджетних ресурсів та підтримку національної економіки.

Додаток 7.1

Доходи Державного бюджету України за укрупненими статтями у 2013–2022 рр., %

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Всього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	–
Податок та збір на доходи фізичних осіб	2,2	3,5	8,4	9,7	9,5	9,9	11,0	10,9	10,6	–
Податок на прибуток підприємств	16,0	11,2	6,5	8,8	8,4	10,4	10,7	10,0	11,4	–
Рентна плата та плата за використання інших природних ресурсів	4,1	5,3	7,4	7,2	6,1	4,9	4,7	4,9	6,2	–
Податок на додану вартість	37,8	38,9	33,4	38,2	39,6	40,4	37,9	37,2	41,4	–
Акцизний податок – всього У т. ч.:	10,4	12,6	11,8	14,6	13,6	12,8	12,4	12,9	12,5	–
Ввізне мито	3,9	3,5	7,5	3,2	3,0	2,9	3,0	2,8	2,8	–
Вивізне мито	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	–
Єдиний податок	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	–
Доходи від власності та підприємницької діяльності	9,8	8,0	13,3	8,4	9,0	9,4	11,5	11,1	4,3	–
Власні надходження бюджетних установ	15,7	16,9	11,6	9,8	10,6	9,3	8,8	10,3	10,6	–

Складено за: Бюджет України 2021р. Статистичний збірник, Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С.9–10.

■ Розділ 8

ОСНОВНІ МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА ФІСКАЛЬНІ РИЗИКИ, ПОВ'ЯЗАНІ З ПАНДЕМІЄЮ COVID-19, ЩО ВПЛИВАТИМУТЬ НА ФІСКАЛЬНУ ТА МОНЕТАРНУ БЕЗПЕКУ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В СЕРЕДНЬОСТРОКОВОМУ ПЕРІОДІ

8.1. Вплив пандемії на економіку країн світу

Всесвітня організація охорони здоров'я (ВООЗ) оголосила 11 березня 2020 р. спалах COVID-19 глобальною пандемією. У багатьох країнах почали вживатися екстрені заходи урядів у напрям адміністративних обмежень економічної діяльності – “Великого карантину” (Great Lockdown). Звісно, таке “аварійне гальмування” не могло не позначитися на економічних показниках. МВФ заявив, що багато країн стикаються з багаторівневою кризою, яка включає кризу охорони здоров'я, внутрішню економічну кризу, падіння зовнішнього попиту, вплив капіталу та обвал цін на товари¹. На фазі апогею пандемія COVID-19 вважалася найбільшою загрозою після Другої світової війни та глобальною катастрофою століття. Як справедливо зазначають експерти (Ajmal, Khan, & Shad, 2021), світ став свідком далекосяжних економічних наслідків пандемії коронавірусу в чотирьох аспектах: зниження особистого споживання; падіння інвестицій і курсів акцій на ринку капіталу; зменшення державних витрат на проекти розвитку та збільшення нових запозичень; (iv) скорочення експорту товарів на міжнародні ринки.

На наш погляд, вплив COVID-19 на економіку країн слід поділити у часі *на першу фазу запровадження карантину, другу фазу послаблення обмежень та третю фазу після скасування карантину і більшості обмежень*.

Вкрай важко виміряти той збиток, що завдала економіці глобальна пандемія коронавірусу COVID-19. Протягом 2020 р. світовий сукупний ВВП впав на 3,4 %. Однак світова економіка швидко оговталася від почат-

¹ Congressional Research Service. Global economic effects of COVID-19. 2021. URL: <https://fas.org/sgp/crs/row/R46270.pdf>.

кового шоку, знову досягнувши додатного рівня зростання у 2021 р. Того року вона досягла 92,3 трлн дол. США, що перевищило ВВП 2020 р. (84,54 трлн дол. США). Попередні дані Світового банку свідчать про те, що відновлення після кризи буде таким же нерівномірним, як і його початкові економічні наслідки, оскільки країни з економікою, що розвивається, і економічно знедолені групи потребуватимуть набагато більше часу, щоб відновити спричинені пандемією втрати доходу та засобів до існування¹. 2021 р. можна розглядати як початок відновлення економіки після апогею пандемії.

Економічні наслідки пандемії були особливо серйозними в країнах з економікою, що розвивається, де втрати доходів, спричинені пандемією, виявили та погіршили деякі існуючі раніше економічні проблеми. Це можна пояснити двома факторами: місцеві уряди були обмежені у бюджетних витратах, а більша частина доданої вартості національних економік припадала на галузі, що були менш стійкими до криз або мали високу залежність від зовнішньої торгівлі. Нижче наведена статистика показує динаміку ВВП. Період спостережень включає глобальну фінансову кризу 2008 р. та боргову кризу у Європі 2020 р. Статистика свідчить, що глибина падіння ВВП у 2020 році була удвічі більшою, ніж у 2008 році. Найбільшого спаду зазнали регіони Латинської Америки та ЄС. У деяких країнах падіння ВВП утричі й більше перевищило спад 2008 р. (Іспанія, Велика Британія). Показово, що вирізняється група країн, яким в умовах пандемії вдалося підтримати додатне зростання (КНР, Туреччина, Узбекистан, Таджикистан, В'єтнам). Варто зазначити, що у цих країнах був запроваджений особливий режим карантину або його взагалі не було. Китай становить особливий випадок, оскільки саме в цій країні виникли перші випадки коронавірусу, і ця країна запровадила дуже суворі й системні заходи в плані дезінфекції, ізоляції, лікування. Україна перебуває в середині цієї вибірки. Можна зробити висновок, що зростання відновилось у 2021 р., і у 2022 р. країнам, за винятком України і Молдови, вдалося перевищити рівень 2019 р.

Здатність бізнесу до виживання в умовах кризи залежала від запасу ліквідності і маржи прибутку. У першому значенні підприємства могли протриматися певний період в умовах заморожування збуту. У другому значенні вони залишалися “на плаву” в умовах падіння попиту і цін збуту. Допомога бізнесу в Україні у період активної фази пандемії коронавірусу залишалася обмеженою за масштабами й адресністю, особливо щодо підприємств, які найбільше постраждали від наслідків пандемії.

Найуразливішими до кризи виявилися недиверсифіковані економіки, з орієнтацією на туризм та послуги.

Криза, викликана пандемією, мала переважно короткостроковий, але значно більший ефект порівняно з глобальною фінансовою кризою. Однак очікувана тривалість пандемії (в рамках сезону або зими і літа 2020 р.) виявилась надто оптимістичною. Дослідження, базовані на докризових даних, припускали, наприклад, що понад 50 % домогосподарств у країнах із економікою, що розвивається, і розвину-

¹ The World Bank Data. URL: [https://data.worldbank.org/ indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

тими економіками були не в змозі забезпечити базове споживання протягом більше трьох місяців у разі втрати доходу (Badarinza, Balasubramaniam, & Ramadorai, 2019). У розрізі галузей економіки явно виокремлюються невиробнича сфера (освіта, туризм, харчування, розваги), пасажирські перевезення, однак вони швидко відновлюють свої обороти, тому вони здатні відновити свою життєздатність. У найбільш скрутному стані опинились фірми, які мали велике боргове навантаження, обслуговування якого потребувало регулярних платежів. Інша категорія найбільш постраждалих підприємств – ті, що продавали товари і послуги споживачам, котрі несподівано втратили купівельну спроможність. Тому навіть, не маючи значних боргів, такі фірми вимушені були закриватися через відсутність клієнтури. Менші фірми, неформальний бізнес і підприємства з обмеженим доступом до офіційних кредитів постраждали сильніше від втрат доходів, спричинених пандемією.

Окрім зниження темпів зростання економіки відбулося падіння світової торгівлі (табл. 8.1). Україна залишається у групі країн з високим ступенем відкритості економіки.

Таблиця 8.1

Динаміка зовнішньої торгівлі у 2018–2022 р., % ВВП

Групи країн	2018	2019	2020	2021	2022
Європейський Союз	92,15	92,10	85,17	92,89	105,38
З високим доходом	62,36	61,54	56,73	60,65	–
З низьким доходом	53,29	50,87	45,67	49,15	45,79
З доходом нижче середнього	54,55	51,65	45,07	51,17	52,34
Із середнім доходом	48,63	46,65	43,69	48,95	50,44
Україна	99,20	90,51	79,16	82,70	87,71
З доходом вище середнього	47,04	45,30	43,32	48,36	50,01
Світ загалом	57,56	56,33	52,15	56,53	–

Розраховано та складено за: The World Bank Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>.

Третім наслідком є зростання соціальних видатків та, відповідно, – збільшення рівня заборгованості країн, більшість з яких перевищили оптимальну межу 60% від ВВП. (На кінець 2021 р. в зазначених межах, зі значних економік, залишалися лише такі країни як Індонезія, Мексика, Південна Корея, Туреччина, Швеція, Швейцарія, Казахстан. Разом з тим варто відзначити, що у багатьох країнах рівень боргу був доволі високим до пандемії, а вже у 2021 р. він знизився (особливо у Греції, Іспанії, Бельгії, Угорщині, Бразилії.) При цьому, додатковий стимул для розвитку (і збуту продукції) отримали окремі вузькі сектори економіки, а саме фармацевтика, охорона здоров'я, інтернет-торгівля, доставлення готової їжі дому та дистанційні системи навчання та віртуальних розваг. Розробники і виробники вакцин отримали пільгове фінансування та гранти від міжнародних організацій і національних уря-

дів, що дало змогу проводити безкоштовні щеплення у країнах з низьким рівнем доходу населення.

Можливість організувати роботу вдома для більшості працівників мали економіки розвинутих країн, де значна частка зайнятих у невиробничій сфері. Існують певні сфери діяльності людини, де засоби праці знаходяться лише на місці виробництва. Це насамперед промисловість, транспорт, сільське господарство.

Індустрія туризму сильно постраждала від поширення коронавірусу, оскільки багато країн запровадили обмеження на подорожі, намагаючись стримати його поширення. Всесвітня туристична організація ООН підрахувала, що глобальні міжнародні туристичні прибутки могли зменшитися на 58 до 78 % у 2020 р., що призвело би до потенційної втрати 0,9–1,2 трлн дол. США в надходженнях від міжнародного туризму¹.

Парадокс полягає в тому, що *високий рівень вакцинації за багатьма країнами не демонстрував суттєвого ефекту в плані зниження рівня захворювань або кількості смертей від COVID-19.*

Короткострокові заходи уряду у відповідь на пандемію були надзвичайно швидкими та всеосяжними. Уряди вдалися до багатьох інструментів політики, які були або абсолютно безпрецедентними, або ніколи не використовувалися в такому масштабі в країнах з економікою, що розвивається. Прикладами є масштабні прямі заходи підтримки доходів, боргові мораторії та програми купівлі активів центральними банками. Ці програми дуже відрізнялися за розміром і обсягом, частково через те, що багато країн з низьким рівнем доходу намагалися мобілізувати ресурси через обмежений доступ до кредитних ринків і високий докризовий рівень державного боргу. У результаті розмір фіскальної відповіді на кризу як частка ВВП був майже рівномірно великим у країнах з високим рівнем доходу та рівномірно малим або взагалі не існував у країнах з низьким рівнем доходу. Найбільшого тягара бюджетних витрат на нейтралізацію впливу пандемії зазнали країни з доходами населення вище середнього, особливо Японія, Італія, Велика Британія, США.

Україна у 2020 р. витратила, за даними моніторингу Рахункової палати, 105,09 млрд грн, у т. ч. з державного бюджету 91,79 млрд грн². Виходячи з розміру ВВП за 2020 р. у 4194,10 млрд грн, ці видатки становили 2,5% ВВП, тобто значно нижче рівня однорідних країн.

Ефективним (адресним) заходом підтримки бізнесу та працівників стало запровадження виплат підприємствам для збереження робочих місць.

Держави багатьох країн світу вжили екстраординарні заходи фіскальної та монетарної політик³. Серед наборів інструментів монетарної політики використовуву-

¹ International Tourist Numbers Could Fall 60-80% in 2020 : UNWTO Report. 2020 May 7. URL: <https://www.unwto.org/news/covid-19-international-tourist-numbers-could-fall-60-80-in-2020>.

² Оперативна інформація про видатки на боротьбу з COVID-19 / Рахункова палата України. URL: <https://public.tableau.com/app/profile/ua.gov.covid19/viz/COVID-19UKRAINE/sheet5>.

³ Policy responses to COVID-19. Policy Tracker / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

валось зниження ключової ставки, запуск програм рефінансування та реструктуризації або списання боргів за кредитами банків.

Узагальнена **класифікація антикризових заходів**, що стосуються фіскальної політики, має такий вигляд:

У сфері оподаткування – відстрочення сплати податку на прибуток, зниження ставки ПДВ та соціальних внесків, списання повністю або частини заборгованості за податками, звільнення від сплати податку на прибуток та соціальних внесків для постраждалих підприємств; виплата урядом 100 % заробітної плати працівникам, якщо бізнес роботодавців було закрито або скорочено внаслідок врегулювання кризи; покриття частини орендної плати підприємств. Наприклад, у Норвегії змінено правила оподаткування податку на прибуток, щоб збиткові компанії могли перерозподіляти свої збитки на оподатковуваний прибуток попередніх років.

Підтримка домогосподарств – разові виплати кожному дорослому, пенсіонерам, безробітним; програма сприяння працевлаштуванню, програма скороченого робочого часу зі збереженням заробітної плати; допомога на відпустку для батьків і тих, хто має проблеми зі здоров'ям; одноразова виплата для працівників, які перебувають на карантині або ізольовані; додаткові гарантії зайнятості (наприклад, в Італії діяла заборона на звільнення персоналу до кінця червня 2021 р.); перекази вразливим особам, включаючи грошові стипендії та повне покриття пенсійних виплат і виплат на оздоровлення для працівників, які працюють у постраждалих фірмах, і для самозайнятих професіоналів.

У сфері фінансування бізнесу – додаткові державні гарантії за кредитами, кредитні програми для МСП за зниженими ставками, адресна кредитна і грантова підтримка галузей та експортерів; субсидії на покриття витрат роботодавців на заробітну плату для збереження зайнятості. Наприклад, у Польщі фонд розвитку профінансував програму ліквідності для бізнесу на 100 млрд злотих (4,5 % ВВП), а також підприємства, незалежно від розміру, могли претендувати на тримісячну субсидію витрат на заробітну плату у разі припинення роботи або скорочення робочого часу. Ця дотація покривала внески на соціальне страхування і становила від 50 до 90 % мінімальної заробітної плати за кожного працівника залежно від зафіксованого зниження обороту у 2020 р. Особлива увага приділялася найбільш постраждалим від кризи галузям (туризм, готельний бізнес, освіта, пасажирські перевезення).

Створення цільових фондів допомоги. Наприклад, Албанія створила фонд у розмірі 0,4 % ВВП для виплати одноразової допомоги працівникам підприємств, які постраждали від пандемії та суверенний гарантійний фонд у розмірі 0,6 % ВВП для отримання овердрафтів у банках компаніям на виплати заробітної плати працівникам на термін до 3 місяців з обмеженням процентної ставки у 2,85 % на термін погашення до 2 років. Уряд сплачував проценти. В Угорщині створено фонди протиепідемічного захисту й захисту економіки (за рахунок нових податків на приватну діяльність і перерозподілу з міністерств та Фонду зайнятості) для субсидування заробітної плати компаніям для працівників. У Польщі створено но-

вий Фонд гарантування ліквідності в банку розвитку ВГК, який пропонуватиме гарантії за позиками, взятими середніми та великими компаніями, а також фонд боротьби з негативним впливом пандемії обсягом 100 млрд злотих, що контролюється прем'єр-міністром, але його кошти будуть передані різним міністрам та іншим установам, які беруть участь у боротьбі з негативними наслідками пандемії. Доходи збільшуються за рахунок випуску облігацій ВГК (облігації гарантуються Державним казначейством).

Як зазначають експерти ООН¹ поширення коронавірусу призвело до історичного спаду економічної діяльності й рівня життя в усьому світі, ще більше посилюючи нерівність і непропорційно впливаючи на найбільш уразливих. У 2020 р. світова економіка скоротилася на 4,3 %, що є спадом світового трудового доходу в розмірі близько 3,7 трлн дол. США. Вплив пандемії на ринки праці й надалі відчуватиметься протягом прогнозованого періоду з високим ступенем нерівномірності між країнами та секторами. Для великої кількості країн, що розвиваються, повільніший прогрес у вакцинації зробив важким пом'якшити обмеження щодо трудової діяльності. Багатьом країнам, що розвиваються, також не вистачало спроможності підтримувати широкомасштабні фіскальні стимули, включаючи заходи соціального захисту, для підтримки працівників.

Не всі країни також змогли отримати доступ до міжнародних ринків капіталу та скористатися наднизькими процентними ставками. Пандемія завдала потужного удару глобальним інвестиціям, посиливши уповільнення загального зростання продуктивності та створивши для деяких привид "втраченого десятиліття". У 2020 р. валове нагромадження основного капіталу скоротилося на 6,4 % ВВП у країнах з розвинутою економікою та на 4,5 % у країнах, що розвиваються. За винятком Китаю, скорочення інвестицій у країнах, що розвиваються, досягло рекордних 10,6 %, що набагато більше, ніж під час глобальної фінансової кризи. Пандемія також прискорила структурні зміни в глобальних ланцюгах поставок, посилюючи та прискорюючи тенденції переміщення та повторного використання, особливо в таких стратегічних секторах, як медичне обладнання та ліки або виробництво технологічно передових ресурсів. Реконструкція глобальних ланцюжків вартості потенційно може підірвати іноземні інвестиції в країни, що розвиваються, таким чином послаблюючи важливий рушій економічної трансформації та досягнення ЦСР.

Частина експертів одразу заявила про початок глобальної фінансової кризи. Однак жодних явних проявів власне *фінансової кризи* (тобто *галопуючої інфляції; катастрофічного знецінення основних міжнародних валют; краху великих банків; закриття міжнародних кредитних ринків; дефолту суверенних боргів* тощо) з початком пандемії зафіксовано не було. Все це дає нам підстави стверджувати, що пандемією коронавірусу була викликана **не фінансова криза, а криза попиту** (збутова) – на відміну від кризи перевиробництва грошей 2008–2009 рр. Ця **коро-**

¹ Financing for Sustainable Development Report 2021. New York : United Nations, 2021. P. 4–16. URL: <https://developmentfinance.un.org/fsdr2021>; Financing for Sustainable Development Report 2022. New York: United Nations, 2022. P. XIV,4–9. URL: <https://developmentfinance.un.org/fsdr2022>.

накриза помітно відрізнялася від фінансової кризи і, наприклад, для міжнародної торгівлі (спад якої викликав найбільше занепокоєння) актуальними були дві відмінності між цими кризами. По-перше, сектори, на які безпосередньо впливає соціальне дистанціювання, – це переважно неторгові послуги, і це частково стримувало падіння світової торгівлі, а також сприяло її швидкому відновленню (як показано в табл. 8.1). По-друге, в умовах цієї кризи торгіві витрати зростали і це також збільшувало негативний вплив на торгівлю. Повітряний вантаж став дорожчим, країни закривали кордони і встановлювали обмеження на особисті поїздки.

8.2. Макроекономічні ризики

Зростання невизначеності зумовлене насамперед переходом від індустріально-ринкової до інформаційно-мережевої економіки і доповнюється різноманітними шоками, пов'язаними з природними і суспільними чинниками, зокрема пандемією COVID-19 та війсьними діями, приводить до змін у рівнях довіри до суб'єктів та інститутів, що посилює невизначеність і надає цьому процесу мультиплікаційний характер. Зважаючи на те, що довіра є базовим інститутом, котрий як складова входить в усі інші інститути, така ситуація набуває небезпечного характеру.

В індустріально-ринковій економіці основним продуктом і ресурсом є матеріальні блага та послуги. Їх виробництво базується на пануванні приватної власності, ринкових законів функціонування економіки та розподілі результатів виробництва за вартістю та капіталом. В інформаційній економіці головним продуктом і ресурсом стає інформація. За природою інформація є всезагальним благом, яке може бути одночасно власністю всіх і кожного.

Це означає, що формування інформаційно-мережевої економіки включає докорінну зміну базових засад функціонування господарської системи (власності, способів з'єднання виробника і засобів виробництва, законів обміну і розподілу результатів виробництва тощо). Перехід від панування приватної власності до панування всезагальної власності передбачає низку технологічних, економічних і соціальних революцій. Це дуже складний, суперечливий і конфліктний перехід. Від породжує фундаментальну невизначеність параметрів економічної динаміки (Гриценко (ред.), 2021, с. 24–31). До цього додається дія низки зовнішніх чинників невизначеності, найпотужнішими з яких є природні катаклізми, кліматичні зміни, вірусні пандемії та формування гібридної системи “мир-війна”. Найгострішим проявом суперечностей цієї системи є війна росії проти України, яка *локалізована* у просторі України, але за своєю суттю є *глобальними* суперечностями провідних світових гравців (Гриценко (ред.), 2022, с. 32–34).

Серед конкретних проявів дії найпотужніших чинників нестабільності, які проявили себе за останні 5 років, можна виокремити: очікування чергової циклічної економічної кризи, вхід у яку був перерваний пандемією COVID-19; пандемію COVID-19; війну росії проти України; землетруси, повені, урагани та інші природні катаклізми, пов'язані з геологічними процесами і кліматичними змінами. У цих умовах збереження і підтримання довіри між людьми, до суспільних інститутів і

владних структур є найбільш фундаментальним завданням. Суспільство існує там, де існує довіра між людьми, а там, де вона зникає, суспільство розпадається, виникають війни, кризи і загальна деградація. Довіра є найбільш фундаментальним підґрунтям функціонування суспільства, його базовим інститутом, який модифікується у різних сферах відповідно до їх специфіки. Розуміння цього є необхідною передумовою забезпечення довіри. Національний банк в інформації щодо Річного звіту НБУ за 2022 р. як загальний підсумок своєї діяльності зазначив: “збереження макрофінансової стабільності та довіри громадян, попри безпрецедентні випробування війною”¹.

Для того щоб забезпечити довіру в грошово-кредитній та бюджетно-податковій сферах як основу монетарної та фіскальної безпеки, необхідно розкрити її внутрішню структуру, зовнішні форми прояву, зрозуміти закономірності динаміки її складових і на цій основі знайти важелі та інструменти впливу на її рівень. Зростання невизначеності та ризиків недовіри змінює поведінку суб’єктів господарювання, що впливає на зміст фінансово-економічних процесів, виводить їх за межі усталеного інституційного простору і створює загрози монетарній та фіскальній безпеці. Головна проблема полягає в недостатності наукових знань щодо механізмів впливу зростання невизначеності та недовіри на поведінку суб’єктів господарювання, і особливо чутливу до таких змін монетарну та фіскальну сфери, для знаходження ефективних засобів протидії негативному впливу цих процесів і збереження монетарної та фіскальної безпеки.

Першочерговим завданням є виявлення базового інструменту забезпечення довіри як основи монетарної та фіскальної безпеки, який міг би стати основою розбудови безпечної монетарної та фіскальної систем в умовах зростання невизначеності та ризиків підвищення рівня недовіри, пов’язаних з пандемією, кризами, воєнними діями та іншими дестабілізуючими чинниками.

Рівень суспільної довіри до грошей, монетарних інститутів та влади є найбільш глибинною основою монетарної та фіскальної безпеки. Тому з’ясування і вирішення проблем довіри є умовою успішності дослідження монетарної та фіскальної безпеки. Довіра як базовий інститут пронизує всю систему суспільних відносин і є об’єктом прискіпливого аналізу в філософських, соціологічних, психологічних та інших дослідженнях, починаючи з античності й закінчуючи сьогоденням. Наразі доволі часто спостерігачі (від простих громадян до політиків) констатують дефіцит і кризу суспільної довіри, водночас, на думку фахівців, “результативність податково-бюджетних та інших відносин між державою, бізнесом і окремими громадянами багато в чому залежить від реального утвердження інституту довіри в суспільстві, зокрема щодо всієї сфери державних фінансів” (Єфименко, 2016, с. 11). Слід також враховувати, що довіра є мірною категорією, що означає внутрішню включеність у

¹ Річний звіт НБУ за 2022 рік: збереження макрофінансової стабільності та довіри громадян, попри безпрецедентні випробування війною. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-nbu-za-2022-rik-zberejennya-makrofinansovoyi-stabilnosti-ta-doviri-gromadyan-popri-bezpretsedentni-viprobuvannya-viynoyu>.

неї кількісної визначеності, співвідношення зі своєю протилежністю – недовірою. Довіра майже ніколи не буває абсолютною, а завжди включає елемент недовіри. Всі соціологічні дослідження, власне, націлені на з'ясування міри довіри.

Для розв'язання поставлених завдань необхідно: 1) з'ясувати зміст і внутрішню структуру довіри, бо ці знання суттєво впливатимуть на адекватність практичних рішень у монетарній та фінансовій сферах; 2) виявити зовнішні прояви довіри в цих сферах, що відкриє можливість впливати через них на більш глибокі та недоступні для прямої дії відносини; 3) розкрити особливості зв'язку довіри з монетарною і фінансовою безпекою в умовах зростання невизначеності; 4) запропонувати підходи до розв'язання завдань забезпечення монетарної та фінансової стійкості економіки.

У грошово-кредитній та бюджетно-податковій сферах особливу роль відіграє довіра до грошей, монетарних і фінансових інститутів, монетарної і фінансової влади. Ці форми довіри певним чином субординовані. Довіра до національної грошової одиниці імпліцитно включає довіру до монетарних і фінансових інститутів і монетарної та фінансової влади. Варто завжди мати на увазі, що довіра за своєю суттю завжди є суспільним відношенням, а довіра до предметів – лише перетвореною, прихованою та уречевленою формою цього суспільного відношення. Фактично, це одна з форм фетишизму. Наприклад, довіра до грошей як певного предмета (золото, банкноти, монети, грошові знаки) без розуміння суспільно-економічних відносин, які вони представляють, є проявом фетишизму.

Монетарна та фінансова безпека є функцією від рівня пропорційності та збалансованості всіх складових розвитку національної економіки. До предмета нашого дослідження має стосунок макроекономічна безпека, що розуміється як стан економіки, за якого досягається збалансованість макроекономічних відтворювальних пропорцій, і фінансова безпека, котра характеризує стан фінансової системи країни, за якого створюються необхідні фінансові умови для стабільного соціально-економічного розвитку країни, забезпечується її стійкість до фінансових шоків та дисбалансів, створюються умови для збереження цілісності та єдності фінансової системи країни.

Фінансова безпека має ряд внутрішніх складових, до яких належать: банківська безпека, безпека небанківського фінансового сектору, боргова безпека, бюджетна безпека, валютна безпека і грошово-кредитна безпека. Монетарна та фінансова безпека пов'язана зі складним процесом монетизації економіки та її сфер, який включає в себе не тільки грошово-кредитну політику НБУ, емісійні та трансмісійні механізми, а й фінансову, боргову, банківську політику тощо. Відповідно до такого підходу виникає необхідність визначити зміст монетарної безпеки, базованої на інклюзивній монетизації, тобто на введенні в економіку грошей за допомогою механізмів, які забезпечують достатність грошових ресурсів для забезпечення економічної діяльності суб'єктів господарювання і реалізації створеної ними вартості та задоволення споживчих потреб населення. Виходячи з цього, **монетарну безпеку** можна визначити як такий структурований рівень монетизації економіки, котрий дає змогу суб'єктам

господарювання використовувати ресурсний потенціал для створення і реалізації нової вартості та задоволення сукупного попиту за умови збереження стабільності грошової одиниці в довгостроковій перспективі. Таке розуміння монетарної безпеки для своєї практичної реалізації потребує включення фінансової політики яка повинна забезпечувати раціональну структурованість монетизації економіки і таким чином розв'язувати значну частину завдань фінансової безпеки.

Спеціальні дослідження довіри і національної єдності в умовах пандемії демонструють суперечливу ситуацію. Команда дослідників “одночасно спостерігала як приклади стійкої інклюзії, діалогу та співпраці у діяльності бізнесу, волонтерів, громадських організацій і місцевої влади, так і те, що суспільні ініціативи та місцеві органи влади не взаємодіють, живуть “паралельним життям”, ігноруючи один одного, прагнучи приховати інформацію про потреби, проблеми й можливі рішення”¹. Це дало підстави віднести падіння рівня довіри з боку громадян та загроза вакууму влади в регіонах до ризиків кризи².

Суттєва залежність довіри від дій органів влади яскраво простежується в умовах воєнного стану в Україні, який характеризується загальним зростанням невизначеності та ризиків. Але активні дії влади щодо протидії загрозам і ризикам створюють основу згуртованості та довіри до влади та її інститутів.

У цілому вплив *ризиків підвищення рівня недовіри, пов'язаних з пандемією, кризами та воєнними діями, на монетарну та фінансову безпеку національної економіки* можна охарактеризувати таким чином. Самі по собі кризові умови і посилення невизначеності діють у напрямі зниження довіри, але здатність органів влади в таких умовах продемонструвати спроможність контролювати ситуацію позитивно впливає на довіру, спричиняючи загальне її підвищення. Проте в ситуації, коли невизначеність у динаміці об'єктивних умов не знижуються, це можна кваліфікувати як імпліцитне перенесення ризиків в майбутнє, що об'єктивно в кінцевому підсумку може привести до ще гірших і навіть катастрофічних наслідків. В Україні, попри зростання довіри в грошово-кредитній сфері, у 2022 р. “сумарні видатки бюджету лише наполовину було профінансовано за рахунок збору доходів. Решту 47,5% видатків було проведено завдяки залученню іноземних грантів (481 млрд грн), чистих зовнішніх позик (563 млрд грн) та емісійного фінансування бюджету (400 млрд грн)” (Богдан, 2023). Така ситуація свідчить про високий рівень невизначеності та ризиків насамперед у фінансовій сфері.

Нааявність багатьох “невдомих”, які стосувалися походження хвороби, способу її поширення та методів санітарного захисту, рівня летальності, спочатку відсутності, а потім довіри до вакцин тощо, спричинили виникнення **панічного ризику** (ризик прийняття панічних рішень), якому піддалися окремі уряди та місцеві

¹ Довіра і національна єдність в умовах пандемії. Огляд ситуації та попередні рекомендації за результатами обговорення питання щодо підвищення рівня довіри та соціальної згуртованості у містах в умовах кризових ситуацій (поширення коронавірусу) / за заг. ред. В. Лупація, Ю. Тищенко. Київ, 2020. С. 6. URL: <http://www.ucipr.org.ua/ua/publikatsii/vydannia/dov-ra-nac-onalna-dn-st-v-umovah-pandem>.

² Там само. С. 12.

органи влади. У відповідь суспільство висловлювало своє незадоволення та бойкот прийнятих (але не сприйнятих) рішень, апофеозом чого стали заворушення у листопаді 2022 р. в місці появи коронавірусу – Китаї. Утім, панічні рішення, які викликали нерозуміння та протест приймалися і в багатьох інших країнах. Урядові антипандемійні заходи призвели до масового закриття кордонів, закриття, часових обмежень або переведення на дистанційний режим роботи багатьох підприємств та установ (насамперед у галузях торгівлі, освіти, туризму тощо).

Загроза прийняття панічних рішень існувала не тільки для органів виконавчої влади, а й для фіскальних та монетарних установ держави, однак, скоріше, під тиском не безпосередньо загроз від пандемії, а урядів, котрі часто вимагали таких самих “рішучих” дій від усіх своїх відомств та центральних банків. Економічні та соціальні витрати від пандемії могли б бути значно меншими при порівняно невеликих інвестиціях у запобігання та готовність до неї, адже глобальна пандемія неодноразово прогнозувалася, утім, світ виявився не готовим до її розгортання. Неготовність, а також недостатній масштаб і швидкість реагування на кризу – “занадто мало, надто пізно” – створили загрозу перетворення тимчасової невдачі на постійні втрати, які ще більше збільшують як соціальну, так і фіскальну “ціну кризи”.

Слід звернути увагу і на те, що пандемія COVID-19 створила масові й каскадні наслідки неекономічних ризиків для економіки та суспільства. Ці ризики створюють фундаментальні та непередбачувані виклики для переважаючої економічної моделі. Суспільства з більшою нерівністю вразливіші до криз, що само по собі створює порочне коло. Багато низькокваліфікованих працівників, котрі не мають пільг чи соціального страхування, наприклад, приблизно 2 млрд неформальних працівників у світі (багато з яких належать до маргіналізованих груп), не могли працювати вдома і тому були більш схильні до зараження вірусом. Щоб розірвати це коло, реагування на кризу, включаючи макроекономічну політику, мало чіткіше враховувати такі наслідки, оскільки існують емпіричні докази того, що нерівність доходів негативно впливає на середньострокові перспективи зростання.

Звісно, такі трансформації макроекономічного стану не могли не позначитися на економічній політиці держав. Уряди багатьох країн (насамперед країн G7 та деяких інших країн з G 20) відреагували на кризу історично рекордними пакетами фінансових стимулів. Заходи фіскального стимулювання були життєво важливими для подолання раптової кризи в різних галузях. Однак, зіткнувшись зі значним падінням доходів і високим борговим тягарем, багатьом країнам, що розвиваються, не вистачило масштабного простору для реалізації великих пакетів відновлення. Як наслідок, розмір і склад глобальної реакції на масштабування були дуже нерівномірними. Заходи розвинутих країн становили майже 80 % глобального масштабного стимулювання, тоді як заходи країн, що розвиваються, загалом були скромними. Хоча зростання рівня боргу вплинуло й на розвинуті країни, і на країни, що розвиваються, окремі з яких уже стикалися з проблемами ризику стійкості боргу до пандемії, фіскальну підтримку потрібно буде зберегти, щоб досягти більш самостійного економічного відновлення. Звісно, необхідність реагування на виклики

пандемії не могла оминати й царину монетарної політики. Причому загрози для економічного стану певних країн значною мірою зумовлювалися саме реакцією інститутів монетарної влади (або її відсутністю). З теоретичної точки зору можливими є три основних типи такої реакції: 1) додержання раніше обраної монетарної політики за принципом *business as usual*; 2) більш жорстка монетарна політика; 3) пом'якшення монетарної політики.

Ігнорування змін, які відбувалися під впливом пандемії коронавірусу та (що було навіть важливішим) дій урядів, спрямованих на подолання пандемії, або хоча б затримка у відповідній корекції монетарної політики призводили до активізації інфляційних процесів. Це пояснюється тим, що зростання цін ініціювалося дією одразу кількох нових факторів, від панічних настроїв споживачів до підвищення коштів виробництва внаслідок порушення традиційних логістичних ланцюжків, падіння продуктивності праці, додаткових санітарних витрат тощо. Зрештою, рано чи пізно, приходило розуміння того, що монетарна влада не може стояти осторонь і повинна змінювати свою політику, оскільки у всьому світі держави почали відчувати **ризик економічної кризи**. Багато експертів прогнозували, що вона може бути такою ж руйнівною, як Велика депресія 1930-х років. Але абсолютною впевненості не було, і така невизначеність погіршувала здатність учасників ринку ефективно розподіляти ризики, серед яких особливо гострими були короткострокові **ризик ліквідності** та **ризик дефолту**, спричинені порушеннями економічного життя внаслідок анти-пандемічних заходів. Давно відомо, що ризик ліквідності, викликаний короткостроковою заборгованістю, призводить до значного поширення шоків серед учасників ринку. Навпаки, ризик дефолту впливає на системний фінансовий ризик, збільшуючи волатильність акцій. Вони і стали основним елементом механізму передачі COVID-19, що впливає на **системний ризик**.

Водночас значні фіскальні виплати призводили до зростання грошової маси і створювали передумови зростання інфляції. Утім, політичний вибір урядів, які почали активно (деколи просто панічно) втручатися в суто економічні процеси (регулювання ринку праці, транспорту, торгівлі, значні бюджетні витрати тощо), не залишаючи центральним банкам вибору, крім заходів підтримки урядової політики протидії пандемії коронавірусу. На практиці це означало вибір третього варіанта поведінки – **монетарного експансіонізму**. Як зазначила дослідниця з турецького Університету Мармара С. Караман: “Пандемія Covid-19 посилила занепокоєння на світових фінансових ринках, і центральні банки розвинутих економік вдалися до нетрадиційної політики, щоб стримати несприятливі наслідки. Розуміння наслідків пандемічного шоку та ефективності політики, прийнятої для протидії їм, має вирішальне значення як з академічної, так і з політичної точки зору” (Karaman, 2022).

Звісно, класична теорія ринку не передбачає втручання в економічні процеси, а грошова емісія повинна відповідати “грошовому правилу”, а не бюджетним потребам уряду. Але центральним банкам довелося враховувати, що в цьому випадку державні органи діють не за ринковою логікою або хоча б логікою дирижизму, а в намаганні протидіяти новому, невідомому ворогу суспільства. За таких умов, скоро-

чення пропозиції грошей жодним чином не сприяє зниженню цін, оскільки падіння виробництва та розрив традиційних ланцюжків доданої вартості є результатом захворювань (підвищення смертності та вимушена [само]ізоляція працівників) і прямих карантинних заборон (закриття торгових та розважальних центрів, транспортні обмеження тощо). Більше того, жорстка монетарна політика вступає в суперечність із намаганнями урядів якось компенсувати непередбачені втрати шляхом запуску спеціальних програм бюджетних компенсацій та фінансової підтримки МСП.

Таким чином, якщо не єдиним, то найбільш поширеним варіантом відповіді на виклики пандемії залишалося пом'якшення монетарної політики, або, краще сказати, використання неконвенціональної монетарної політики: попри загрозу інфляції, центральні банки починають проводити політику збільшення пропозиції грошей.

Це стосувалося, зокрема, і Національного банку України, який у березні 2020 р. запровадив низку заходів пом'якшення своєї монетарної та макропруденціальної політики¹. Пояснюючи цей підхід, тодішній голова Ради НБУ академік Б. Данилишин пізніше писав: “Інструментарій стабілізаційної політики центральних банків залежить від характеру економічної кризи. В умовах фінансової кризи безумовним пріоритетом політики центрального банку є забезпечення стабільного функціонування фінансового сектору. Натомість, в умовах структурної кризи (наприклад, спровокованої пандемією чи війною) пріоритетом стабілізаційної політики центрального банку стає створення умов для насичення грошовою пропозицією критично важливих сегментів реальної економіки та державних фінансів” (Данилишин, 2023).

Утім із часом, цілком відповідно до теорії, зростання інфляційного тиску спонукало до переходу до жорсткішої грошово-кредитної політики в усьому світі. У 2021 р. глобальна загальна інфляція зросла до 5,2 %, що більше ніж на 2 в. п. перевищує тенденцію за останні 10 років. Тобто внаслідок дефіцитної бюджетної політики урядів монетарна влада зіштовхнулася з **ризиком стагфляції**.

Якщо **криза** або **рецесія** виникає тоді, коли протягом принаймні двох кварталів поспіль відбувається падіння обсягів виробництва, то **стагфляція** – це нестандартна макроекономічна ситуація, коли висока інфляція (що призводить до зростання цін) існує одночасно з падінням рівня трудової зайнятості (безробіттям) і, відповідно, зі стагнацією (зі збільшенням в межах 0–2 %) або навіть зниженням рівня виробництва.

У спробах стримати інфляційний тиск дедалі більше центральних банків почали посилювати монетарну політику: лише за перші п'ять тижнів 2022 р. 24 центральні банки підвищили процентні ставки. Таким чином, комплексною відповіддю на ризики економічної кризи та стагфляції стала тактика комбінування монетарної експансії (пом'якшення) з монетарною рестрикцією (що доволі нагадує славнозвісне “ручне управління” економічними процесами).

¹ Національний банк запроваджує низку кроків для підтримання банківської системи на час обмежень, пов'язаних з поширенням COVID-19 / Національний банк України. 2020. 17 берез. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniybank-zaprovadjuje-nizku-krokov-dlya-pidtrimannya-bankivskoyi-sistemi-na-chas-obmejen-povyazanih-z-poshirennyam-covid-19>.

8.3. Фіскальні ризики

Фіскальними ризиками зазвичай називають фактори, які генерують відхилення фактичних фіскальних показників (або фіскальної позиції) від прогнозованих. Такі відхилення можуть виникати в результаті: а) дії зовнішніх шоків на стан державних фінансів; б) ендогенних (внутрішніх) змін фіскальної політики; в) недостатнього розуміння фіскальної позиції уряду і неповного врахування державних зобов'язань.

У період воєнного стану найбільш *актуальними фіскальними ризиками*, які впливали на рівень доходів бюджету і потреби у нових позиках, а також розмір державного боргу і профіль боргових ризиків, стали:

- глибоке падіння реального ВВП (на 29,1 % у 2022 р.) і скорочення реальних доходів зведеного бюджету (на 19% у 2022 р. без урахування іноземних грантів), що зумовлювало відхилення фактичних фіскальних показників від планових і виникнення нових потреб у залученні позиково-емісійних коштів;
- суттєва девальвація номінального обмінного курсу гривні до іноземних валют (на 29,4% відносно долара США за 2022 рік), що впливала на доларову величину зовнішнього державного боргу і збільшувала гривневий еквівалент видатків на обслуговування зовнішнього боргу;
- різке зростання державних видатків на оборонно-військові потреби країни (за 2022 р. номінальна сума видатків на оборону зросла у 9 разів, а реальна – в 7 разів), що детермінувало кратне збільшення бюджетного дефіциту і необхідність його фінансування із зовнішніх та внутрішніх джерел;
- руйнування агресором житлового фонду, соціальної та виробничої інфраструктури, виробничих потужностей підприємств, що спонукало державу до введення нових програм державної підтримки і компенсації здійснених втрат; це, знову-таки, суттєво збільшувало бюджетні видатки, призводило до зростання бюджетного дефіциту та рівня державного боргу;
- непродаж об'єктів великої та малої приватизації державного майна за відсутності ринкового попиту на ці об'єкти внаслідок повномасштабної агресії та недонадходження відповідних коштів до бюджету;
- погіршення кон'юнктури внутрішнього ринку капіталів, зниження попиту на боргові зобов'язання держави та недоотримання планових сум внутрішніх державних запозичень, що породжувало тиск на видатки бюджету і змушувало уряд вдаватися до емісійного фінансування дефіциту бюджету (400 млрд грн у 2022 р.) чи прискореного залучення зовнішніх офіційних позик.

Глобальна фінансова криза, що розпочалась 15 років тому, так і не отримала традиційного завершення у вигляді переходу до висхідної фази нового економічного циклу. До пандемії 2020 р. близько 85 % з числа тих країн, яких безпосередньо торкнулась ця криза, так і не продемонстрували впевненого зростання. Так само як і 60 % країн, яких вона безпосередньо не торкнулась (Chen, 2019). Незавершений стан попередньої кризи і відсутність фундаменту для нової фази піднесення

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

ня зумовили перебування глобальної економіки у нестабільному стані, схильною до нових потрясінь. Висока ймовірність їх настання зумовлена нагромадженням низки суперечностей, частина з яких сформувалась ще до глобальної фінансової кризи.

Характер формування фінансових ринків у ХХІ ст. мав низку чинників, що зумовили збереження глобальної економічної нестабільності на такому тривалому періоді після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Під впливом пандемії низка вагомих суперечностей, що накопичувались протягом тривалого періоду, набула ще більшої актуальності та обумовила подальшу зміну практики фінансового та монетарного регулювання. Серед найбільш вагомих чинників у фінансовій сфері слід виокремити: зростання кризового потенціалу внаслідок фінансіалізації світової економіки і волатильності транскордонних потоків капіталу після тривалої практики “кількісного пом’якшення”; обмеження потенціалу монетарного регулювання внаслідок переходу до режиму інфляційного таргетування і падіння рівня ключових ставок (“пастка ліквідності”); формування системного ризику внаслідок нагромадження боргового обтяження країн без економічного зростання, підвищення ваги немонетарних чинників інфляції, волатильності обмінних курсів.

Існує низка інших чинників, що зумовлюють перебування глобальної економіки на межі нестабільності (нерівність, війна, пандемія, розрив логістичних ланцюгів, кліматичні зміни, ризики цифровізація тощо).

Зростання фінансіалізації і волатильності ТПК. Політика “кількісного пом’якшення”, що була реалізована у розвинутих країнах, підживила процес фінансіалізації світової економіки після ГФК (рис. 8.1).

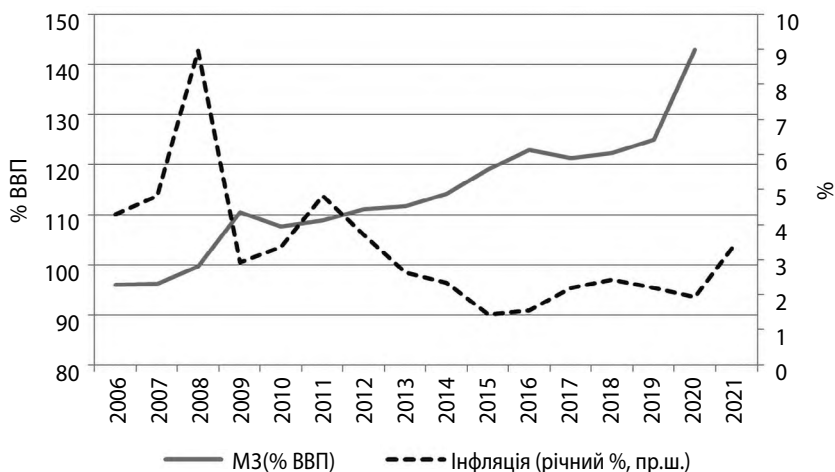


Рис. 8.1. Динаміка світових показників грошової маси (МЗ) та інфляції

Побудовано за: The World Bank Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>.

Внаслідок світової масштабної емісії, яка за підсумками 2021 р. перевищили 486 трлн дол. США, збільшились обсяги активів фінансових установ, які відносно світового ВВП становили 504 %, порівняно з 368 % у 2002 р.¹ Таким чином, за період 2002–2021 рр. активи фінансових установ зросли на 360 трлн дол. США (рис. 8.2).

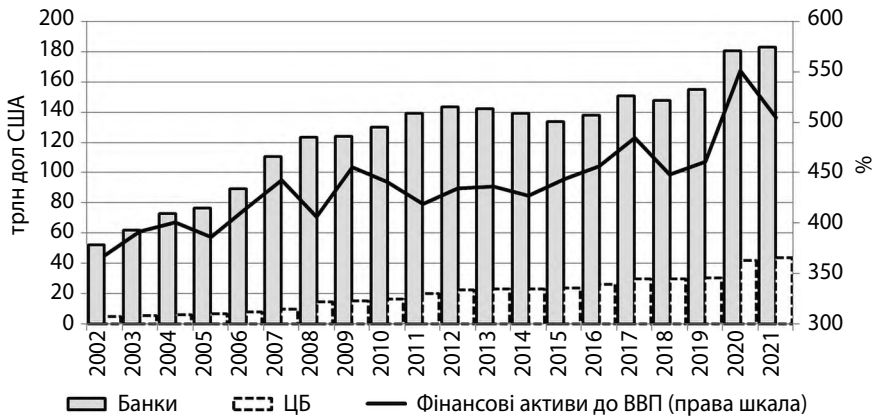


Рис. 8.2. Збільшення обсягів активів комерційних та центральних банків та загальні обсяги фінансових активів відносно світового ВВП

Побудовано за: Total assets of financial institutions. URL: <https://www.statista.com/>.

Наслідком поглиблення фінансiалiзацiї свiтової економiки у 2009–2021 рр. стало подальше посилення волатильностi ТПК, що проявляється через зменшення довжини хвилi їх припливу та вiдпливу (Kaminsky, 2019) зростання амплiтуди та рiзкiшi змiни напрямiв руху². На посткризовому етапi у структурi ТПК помiтне зростання частки короткострокових iнструментiв – мiжбанкiвських кредитiв та корпоративного боргу, що вiдображає переважно спекулятивний, а не iнвестицiйний характер руху ТПК. При цьому в бiльшу залежнiсть вiд стабiльного припливу iноземного капiталу пiсля процесiв ГФК та “кiлькiсного пом’якшення” потрапили економiки, що розвиваються (Goldberg, & Krogstrup, 2018), оскiльки наприкинцi хвилi припливу-вiдпливу ТПК економiки, що розвиваються лишаться практично з нульовими показниками чистого припливу iноземного капiталу. Напередоднi ГФК та пiсля неї амплiтуда коливань iх рiчних показникiв зросла бiльш як у двiчi (рис. 8.3).

Волатильнiсть ТПК проявляється у виглядi не лише зростання амплiтуди iх припливiв i вiдпливiв, а й циклiчної змiни напрямiв руху мiж розвинутими краiнами i краiнами, що розвиваються. На перших посткризових етапах, у 2009–2012 рр.

¹ Total assets of financial institutions. URL: <https://www.statista.com/>.

² Вирiшення системних питань: пiдвищення злагодженостi та узгодженостi багатосторонньої полiтики у сферi фiнансiв, iнвестицiй, торгiвлi та розвитку / UNCTAD. 2020. Грудень. С. 4

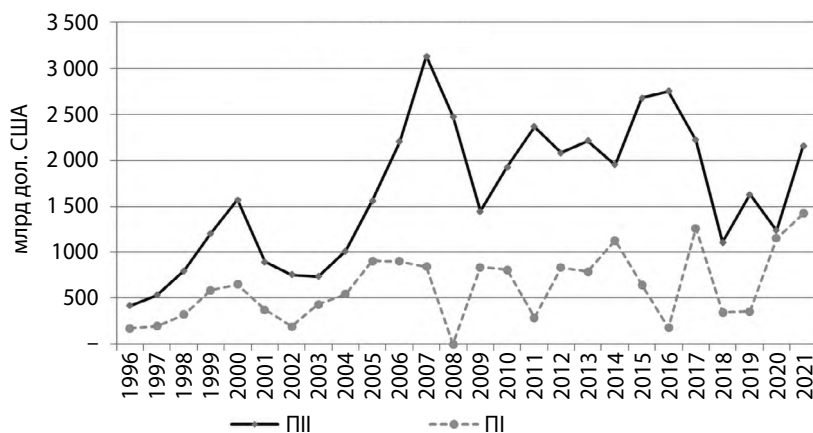


Рис. 8.3. Динаміка обсягів припливу прямих (ПІІ) та портфельних (ПІ) інвестицій

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

їх рух відбувся у бік країн, що розвиваються. У період “гіперглобалізації”¹ режимів руху капіталу, вони без перешкод транслюють параметри монетарних політик розвинутих країн, які мають резервні валюти, на ринки країн, що розвиваються, обмежуючи монетарний суверенітет останніх.

Внаслідок політики кількісного пом’якшення спостерігався бум припливу в економіки, що розвиваються іноземного капіталу, який підтримував у них відновлення платоспроможного попиту, допоміг балансувати бюджетний і торговельний дефіцити. Реалізація фінансових програм порятунку під час пандемії 2020 р. надала процесу фінансіалізації нового поштовху. Відомі обсяги таких програм у 2020–2021 р. сягнули 21,5 трлн дол. США (Cornish, 2021).

В умовах циклічних проявів припливу і відпливу транскордонних потоків іноземного капіталу для країн, з ринками, що формуються, влада багатьох країн з них проявляє стурбованість відносно високим впливом ТПК на коливання валютного курсу, а останнього на інфляцію. Як правило такі коливання супроводжуються негативним впливом нехеджованих валютних позицій вітчизняних агентів на фінансову стабільність. Це часто стає причиною для посилення ГКП у разі початку відпливу капіталу, хоча шок процентних ставок також пригнічує національну економіку. Такі наслідки примусили замислитись щодо прийнятності вільноплаваю-

¹ Гіперглобалізація – термін, котрий використовує UNCTAD для позначення періоду 1980–1990 рр., коли на додаток до лібералізації умов міжнародної торгівлі, зазнали також дерегуляції і фінансові ринки. Наслідком цього стало почастишення фінансових криз, зниження темпів приватного виробничого нагромадження, збільшення корпоративної заборгованості та посилення нерівності. Докладніше див.: World Development Report 2022. Chapter 1: The economic impacts of the COVID-19 crisis /The World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022/brief/chapter-1-introduction-the-economic-impacts-of-the-covid-19-crisis#:~:text=The%20crisis%20had%20a%20dramatic,inequality%20within%20and%20across%20countries.>

чих валютних курсів для країн з незрілими фінансовими ринками, слабкими інститутами та відкритими економіками.

Проте суперечність, яку породжує з одного боку усвідомлення необхідності стабілізуючих заходів щодо надмірних коливань курсу національної валюти, а з другого – збереження ідеології фінансової лібералізації породжують цікавий парадокс, за якого життєво необхідні заходи втілюються неявними методами. Це можна пояснити тим, що фінансова відкритість лишається бажаною ціллю для економік, що розвиваються, з огляду на потребу в залученні іноземного капіталу. До збереження високого рівня фінансової відкритості спонукає і загалом обережне ставлення до впровадження прямих обмежень на операції з капіталом великого бізнесу та МФО.

Поширення від'ємних процентних ставок. Новим викликом для монетарного регулювання після ГФК стало поширення низьких та від'ємних процентних ставок за розміщення фінансових активів. Першопричиною цього виступила політика монетарних регуляторів розвинутих країн зі зниження процентних ставок у прагненні відновити ділову активність. Спочатку в Японії та США, Великій Британії, країнах єврозони, Данії, Чехії, Швеції, Швейцарії ставки впали нижче 0,5 %, а згодом перейшли у від'ємну зону. Зниження процентних ставок до нуля або навіть до від'ємних значень не мало помітного ефекту для стимулювання ділової активності. Більше того, існують дослідження, які обґрунтовують і контрпродуктивний ефект від політики низьких ставок. Зокрема, Ф. Хайдером та ін. показано, що нульові та від'ємні ставки обмежено позначаються на розширенні пропозиції нових банківських кредитів. Пояснюється це тим, що фінансові установи, які у попередні періоди забезпечували власне переважно через залучення депозитів, наразі потребують активів прибутки з яких компенсували б проценти за депозитами (Heider et al., 2019).

Проте вже у 2021 р. у період пандемічної кризи глобальна інфляція, за даними МВФ, становила 4,7 %, у 2022 р. – 8,8, у 2023 р. прогнозується на рівні 6,5 %, все ще залишившись дуже високою. Це матиме серед іншого такі наслідки, як збереження високих процентних ставок, переорієнтація потоків капіталу в розвинуті країни, а також погіршення умов обслуговування боргу в країнах, що розвиваються. На постпандемічному етапі (в умовах розкручування інфляційної спіралі) розвинуті країни першими вдалися до підвищення процентних ставок. За даними BIS, у 2022 р. 33 із 38 центробанків, які він моніторить, підвищили свої ключові ставки. Такі дії центробанків провідних країн означатимуть не стільки боротьбу з інфляцією, скільки конкуренцію за вільний капітал з огляду на наявні центри капіталу – Китай, ЄС та США.

Водночас геоекономічна фрагментація посилює прояви глобальної нестабільності, оскільки ТПК змінюють напрями руху на протилежні відповідно до імперативів дефрагментації нової глобальної економічної системи (Georgieva, 2023). В умовах такої дефрагментації відбувається наростання протекціоністських заходів¹,

¹ Global Trading Alert – у 2021–2022 рр. кількість заходів обмежень на торгівлю втричі перевищила заходи з лібералізації. Така ситуація спостерігалась лише у 2009 р.

які також виступають чинником фінансової дестабілізації. Цікаво, що закон про масову фінансову підтримку національного виробника США назвали Законом про зниження інфляції.

Накопичення фінансового боргу. Вагому роль у формуванні фінансового ландшафту останніх 20 років відіграє тенденція нагромадження глобального боргу, що визначає самовідтворювальний процес фінансіалізації світових економік. За даними Інституту міжнародних фінансів протягом 2015–2019 рр. сукупний світовий борг зріс з 206 трлн до 257 трлн дол. США, або близько 350 % світового ВВП. Пандемія у 2020 р. додала до обсягів світового боргу ще 24 трлн дол. США¹.

Під час шоків ГФК та пандемії COVID-19 бюджетні дефіцити зросли і суверенні борги нагромаджувались значно швидше, ніж у перші роки після ГФК. У 2020 р. обсяг запозичень зріс на 28 %, або 256 % ВВП (див. рис. 8.4).

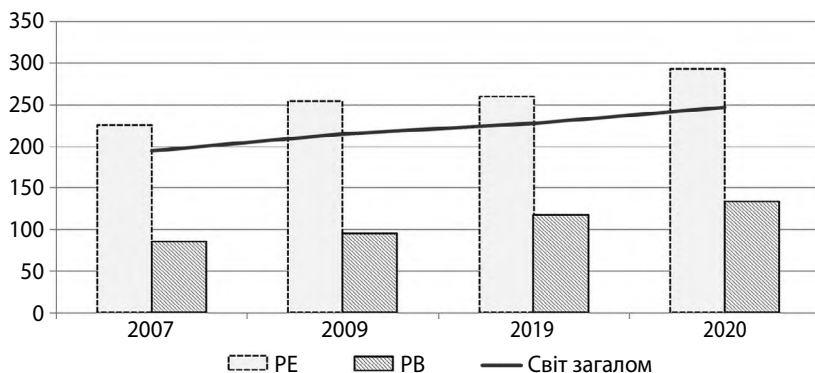


Рис. 8.4. Зростання боргового навантаження розвинутих економік (PE) та економік, що розвиваються (EPB), після глобальної фінансової кризи та пандемії, % ВВП

Побудовано за: Global Debt Database / IMF. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>.

При тому, що показники глобального боргу скоротились протягом першого кварталу 2021 р. на 1,7 трлн дол. США, борг економік, що розвиваються, за цей же період збільшився на 0,6 трлн дол. США (Ghosh, 2021). Саме придбання боргових цінних паперів країнами з економіками, що розвиваються, у квітні – травні 2021 р. становило більшу частину припливу до них іноземного капіталу. Приблизно половина цього збільшення припадала на публічний борг, а решта – на приватні борги нефінансових корпорацій (НФК) та домашні господарства (ДГ). На кінець 2021 р. глобальний державний борг країн світу становив майже 40 % загальносвітового обсягу боргу, що є найвищим показником майже за шість десятиліть (Gaspar, & Medas, 2022). Випереджаюче зростання публічного боргу в розвинутих країнах відображає притаманну їм перевагу в можливостях фінансування бюджетного де-

¹ Global Debt Monitor: COVID Drives Debt Surge - Stabilization Ahead? / The Institute of International Finance. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor>.

фіциту. Серед економік із середнім та вище середнього доходом зростання боргу відбувається з випередженням нагромадження боргу корпоративного сектору, а в економіках з низьким рівнем доходу зростає переважно державний сегмент боргу.

Зростання ролі фіскального стимулювання. Потрапляння у пастку ліквідності та зниження ефективності інструментів монетарної політики призвело до того, що роль фіскальної політики знову стає домінуючою щодо монетарної. При цьому якщо кількісне пом'якшення під час ГФК було спрямоване на фінансові ринки, то в умовах пандемії, реалізація фінансової підтримки через купівлю здебільшого державних зобов'язань мала на меті не тільки підтримку активності на фінансових ринках, а й інші цілі через механізм бюджетного стимулювання. Відповідно до цієї тенденції більшість розвинутих економік та ряд економік, що розвиваються суттєво збільшили обсяг бюджетного дефіциту. У дев'яти економік G20 за підсумками 2020 р. рівень бюджетного дефіциту перевищив 10 % ВВП. Рекордні показники дефіциту у 2020 р. мали КНР (18,2 % ВВП) та США (15,8 % ВВП)¹.

Така трансформація політики кількісного пом'якшення лишається основним напрямом розвитку монетарної підтримки відновлення економічної активності за збереження нульових або від'ємних ставок процента. Крім того, нівелюються ризик непродуктивного впливу збільшення грошової маси, спекулятивного коливання цін, дефолту та процентний ризик. Подібний процес синергії монетарної та фіскальної політики буде спостерігатися найближчими роками. Виходячи з цього, монетарне регулювання повинне бути узгоджене із можливостями фіскальної підтримки ризикових груп домогосподарств і бізнесу. На думку фахівців МВФ, ЄС краще більше покладатись на фіскальні, а не монетарні важелі в умовах викликів війни в Україні². UNCTAD у цих умовах радить замість підвищення ключових ставок центробанків встановлювати адміністративний контроль за цінами³.

Серед додаткових чинників, що визначають ефективність монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності слід виокремити **загальносвітовий тренд цифровізації економічних відносин**. Наразі можна вирізнити найбільші канали такого впливу. Поширення тіньового банкінгу та криптовалюти, з одного боку, а також цифрових валют центральних банків і операцій прямого кредитування – з другого, формують зміну інституційних характеристик усієї фінансової сфери. Поширення великих баз даних та ІТ-технологій створюють нові можливості фінансового контролю та аудиту, а також комунікаційної політики. Прискорення та спрощення фінансових транзакцій забезпечують процес глобалізації економічних відносин.

Звичайно, на мікрорівні таких каналів набагато більше, і загальний потенціал впливу цифровізації не можна недооцінювати. Водночас характер цих процесів

¹ Global Financial Stability Report, April 2021: Preempting a Legacy of Vulnerabilities / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR>.

² Europe should use fiscal, not monetary policy to deal with Ukraine war, IMF says. *Reuter*. 2022. April 22.

³ Trade and Development Report 2022 / UNCTAD. URL: <https://unctad.org/publication/trade-and-development-report-2022>.

більшою мірою лишається невизначеним. Його глибинні драйвери формує не лише фінансова або технічна сфера, а й соціальна, психологічна та ринкова. Монетарні регулятори навряд чи зможуть очолити процеси цифровізації. Проте вкрай необхідним є їх ретельний моніторинг з пріоритетом захисту інтересів власників від фінансових втрат та ринків від зловживань та надмірних спекуляцій.

Розглянуті ключові фактори дестабілізації глобальної системи фінансів чинять потужний вплив і на Україну, економіка якої може бути охарактеризована як мала відкрита, сировинна, експортоорієнтована. Лише протягом останніх 15 років вона неодноразово зазнавала серйозних втрат від циклічних проявів фінансової дестабілізації, посилені в умовах воєнного конфлікту. При цьому чинники пандемії та російської агресії виступили найвагомішими драйверами дестабілізації глобальних ринків та відповідної зміни поглядів на потенціал монетарного регулювання економічної динаміки.

Протягом останніх 15 років спостерігаються поступові зміни у підходах до проведення монетарної політики в країнах економічного ядра і їх поширення на периферію (Vlados, 2019). Перегляд підходів до стимулювання економічної активності фіскальними та монетарними засобами було розпочато ще в умовах ГФК. Під впливом пандемії COVID-19 цей процес зазнав помітного прискорення і, ймовірно, у найближче десятиріччя буде оформлено концептуальні засади для нового монетарного консенсусу. Зміни вже торкнулися перегляду цілей грошово-кредитних політик, поглядів на усталені взаємозв'язки монетарних індикаторів та інструментів з економічною активністю. Фундаментальними спонукальними чинниками такої трансформації виступили: поглиблення дохідності капіталу фінансового сектору порівняно з реальним; посилення концентрації капіталу в центрах його нагромадження; падіння норм дохідності капіталу і заощаджень; прискорене нагромадження суверенних та приватних боргів; наближення до зміни технологічного устрою. Ці чинники не лише зумовили обмежену неефективність попередніх монетарних рішень управління економічною динамікою, а й тепер відображають необхідність глибоких реформ існуючої економічної моделі капіталізму, який увійшов у чергову, притаманну йому, циклічну системну кризу.

Ключовим наслідком проаналізованих тенденцій нині стає висновок про необхідність регулювання економічної активності загалом і рівня інфляції зокрема, комбінування заходів фіскальної політики, процентних ставок і обмеження волатильності валютного курсу. Все більше досліджень показують, що керування валютним курсом збільшує ймовірність досягнення інфляційного таргету (Buffie, Airaudo, & Zanna, 2018). Загалом наявний процес може бути охарактеризований як фаза переходу з епохи чистого монетаризму в епоху нового кейнсіанства із синтезом набутого досвіду, яку буде стримувати ліберальний консерватизм попередніх підходів (Dalio, 2019).

Після ГФК переосмислення глобальної інституційної архітекτονіки досягло певного порогового рівня і зрушило з місця процес реформування глобальних інституцій (Сіденко, 2017, с. 6). Перегляду зазнали три вагомих елементи домі-

нучого підходу докризового періоду. Перший стосувався політики фінансової лібералізації. Другим елементом докризової фінансової архітекτονіки що зазнав послідовної трансформації протягом 2008–2022 рр., стало питання можливостей монетарного стимулювання та їх взаємозв'язку з інфляційними процесами. Упровадження політики кількісного пом'якшення після 2008 р. поширилось на більшість розвинутих країн та мало безпрецедентні на той час обсяги близько 10 трлн дол. США (Amadeo, & Boyle, 2021). Загальні обсяги фінансових програм порятунку під час пандемії перевищили цей рекорд майже утричі сягнувши у травні 2021 р. 21,5 трлн дол. США (Cornish, 2021). Відсутність закономірної інфляції внаслідок такої емісії похитнула домінанту інфляційного таргетування і поставило питання щодо адекватності цілей грошово-кредитної політики і меж монетарного стимулювання. Наслідком цього стало суттєве зростання ролі центробанків у фінансуванні державних видатків.

Третій елемент змін мав ще більш фундаментальний характер і стосувався принципового питання державного регулювання економічними процесами. Справа у тому, що у докризовий період набула поширення ідея мінімізації державного впливу на економічні процеси, яка мала на меті спробу забезпечити реалізацію економічних свобод та вивільнення ринкових механізмів саморегулювання. Натомість саме державні ініціативи та збільшення бюджетних видатків стали дієвими інструментами подолання кризових явищ. Щодо ефективності реалізованих у період 2008–2012 рр. заходів кількісного пом'якшення, то суперечки триватимуть ще довго, але черговий глобальний виклик у 2020 р. примусив спільноту й ринкових учасників закликати державні інституції до активної політики, зокрема і у фінансовому секторі.

У рамках перегляду зазначених фундаментальних положень монетарного регулювання найбільшу увагу привертають спроби переосмислення підходів до ефективності режиму інфляційного таргетування, необхідності обмежень на рух ТПК та контроль за волатильністю обмінного курсу. Режим інфляційного таргетування набув поширення як розвиток послідовних спроб балансування монетарної пропозиції при стабільності цін. Раніше для цього використовувалось таргетування грошової маси (монетарних агрегатів), згодом прив'язка валютного курсу. У 1970-ті року застосування режиму таргетування монетарних агрегатів збіглося в часі з розгортанням інфляційних процесів у країнах економічного ядра, які порушили цінову стабільність.

Наступним кроком у 1990-ті роки стало таргетування вже самої інфляції (Bernanke, & Woodford, 2005). В межах тогочасних уявлень саме такий режим давав змогу ефективно забезпечувати цінову стабільність (Савченко, 2008, с. 47)¹. Водночас багато країн з власними слабкими валютами застосовували різні варіації режиму валютного таргетування. Саме через неконтрольовану девальвацію, як правило,

¹ В Україні вперше НБУ заговорив про запровадження інфляційного таргетування у 2001 р. в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік, а саме: "Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції".

такі країни зазнають порушення цінової стабільності. Головним його недоліком є втрата монетарного суверенітету, оскільки значною мірою імпортується монетарна політика країн, до валют яких виконується прив'язка.

Натомість із 1990-х років тривалим глобальним економічним трендом стало уповільнення інфляції. І хоча згодом вдалося встановити, що зниження інфляції мало глобальний тренд і було зумовлено низкою структурних чинників, у 1990-х рр. головна роль перемоги над гіперінфляцією широким загалом віддавалась новому режиму (Ball, & Sheridan, 2004). Консенсусний погляд було сформульовано таким чином, що хоча інфляція в країнах світу в 1990-х роках знижувалась незалежно від обраного режиму, в країнах, які запровадили інфляційне таргетування, рівень інфляції знижувався помітно швидше (Hu, 2003). Водночас, коли за поширення режиму інфляційного таргетування у 2021 р. стрімко зросла у світі інфляція, П. Кругман звернув увагу, що після здійснення хвилі гіперінфляції в США у 1970-х роках до 52 % до 1984 р. її вдалося вже збити до 3–5 %. На такому рівні вона й лишалась до 1989 р., коли Нова Зеландія розпочала історію інфляційного таргетування (Krugman, 2022).

Утім, головна претензія до використання режиму інфляційного таргетування була висунута, знову-таки, після ГФК. Вона полягала в тому, що в умовах низької інфляції і нульової ставки центробанки позбавлені важелів впливу на грошовий ринок. Причина цього в занижених інфляційних таргетах, зокрема і на висхідному етапі економічного циклу. При цьому інфляційне таргетування не гарантувало економічного зростання і навіть не давало змоги протистояти глобальній економічній кризі.

Аналізуючи причини та наслідки ГФК, головний економіст МВФ О. Бланшар у 2010 р. висловив думку про доречність у періоди швидкого економічного зростання підвищувати таргет у розвинутих економіках до 4%, щоб розігнати середній рівень інфляції та розширити простір для зниження ключової ставки на випадок наступної рецесії (Blanchard, 2010). У наступній роботі О. Бланшар доповнює висловлені ідеї обґрунтуванням доцільності використання макропруденційного інструментарію.

Характерною ознакою відходу від домінуючої на докризовому етапі парадигми монетарного регулювання є приклад суттєвого коригування основних засад грошово-кредитної політики ФРС. За дорученням Конгресу США вона реалізує мандат забезпечення стабільних цін і максимальної зайнятості¹. У 2019–2020 рр. ФРС офіційно здійснила перегляд своєї стратегії грошово-кредитної політики, інструментів та комунікаційної політики. Після цього в серпні 2020 р. ФРС було представлено оновлені засади грошово-кредитної політики², ключові зміни в яких стосувалися визначальних цілей політики – таргетування інфляції і безробіття. Згідно з оприлюдненим новим програмним документом, ФРС не буде протидіяти помірному перевищенню інфляційного таргету (у США встановлено таргет у 2 %)

¹ Стратегія монетарної політики була ухвалена ФРС у 2012 р., коли її очолював Б. Бернанке. У кінцевому оновленому варіанті Стратегію було прийнято 27 серпня 2020 р.

² Fed Chair Jerome Powell announced the new framework in a speech on Aug. 27, 2020, at the Kansas City Fed's economic policy symposium in Jackson Hole, Wyo. Also see the FOMC's latest "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy."

у середньостроковій перспективі. Пояснюється це тим, що до цього тривалий час фактичний рівень інфляції тримався значно нижче таргету. За таких умов усталені інфляційні очікування споживачів опустились нижче таргету і він не виконував свою функцію – підштовхування до споживання. Такий підхід фахівцями було визначено як “гнучке таргетування середньострокової інфляції” (Bullard, 2021).

Водночас наочна слабкість цього режиму полягає в тому, що у випадках загрози рецесії при зростаючому показнику інфляції підвищення процентних ставок неможливе, оскільки може спровокувати інфляцію або навіть банківську кризу. Підтвердженням цього стало банкрутство у березні 2023 р. великого банку Silicon Valley Bank з більше ніж 100 млрд дол. США активів на балансі. Саме тому, попри те, що у 2021–2022 р. рівень інфляції у США помітно зріс (у 2022 р. 6,5%¹), запровадження необхідних рестрикційних заходів на тлі очікуваної рецесії навряд чи було можливим. Тому ФРС і Комітет з відкритих ринків були вимушені формально знизити статус інфляційного таргету в середньостроковій перспективі². На додаток до цього і UNCTAD у Доповіді про торгівлю і розвиток за 2022 р.³ закликала провідні країни утриматись від підвищення ставок, оскільки в поточних умовах воно може перетворити наявну стагнацію на рецесію. За теперішніх обставин така рецесія матиме набагато складніші наслідки, ніж ГФК.

Як альтернативу підвищенню процентних ставок ООН пропонує адміністративний контроль за зростанням цін. Це додатково підкреслює функціональну неефективність існуючого підходу до проведення ГKP на базі режиму IT. Більше того, низка досліджень показує, що саме спроби впливати на економіку в рамках ідеології та функціоналу IT відіграють роль драйвера кризових явищ. Так у США встановлено тісний зв'язок між спробами посилення монетарної політики ФРС та рецесіями 1970., 1981 і 2008 рр. (Kurov, 2023).

Окрім послаблення домінанти інфляційного таргетування, помітна трансформація підходів до необхідності контролю за потоками капіталу й обмеження волатильності обмінного курсу. Перегляд цих положень вже знайшов своє втілення в офіційних документах або публікаціях провідних МФО. Зміна поглядів щодо необхідності контролю за транскордонними потоками капіталу, як зазначалось вище, зумовлена їхнім вагомим негативним впливом унаслідок коливань. Надмірна волатильність ТПК проявляється через зменшення довжини хвилі їх припливу та відпливу (Kaminsky, 2019) зростання амплітуди та більш різкі зміни напрямів руху⁴.

Саме на такі особливості сучасного характеру руху ТПК, звертають увагу не лише науковці, а й представники міжнародних інституцій, наприклад МВФ,

¹ U.S. Bureau of Labor Statistics. URL: <https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>

² Показано можливість пом'якшення домінанти інфляційного таргету при розширенні горизонту його досягнення.

³ Trade and Development Report 2022 / UNCTAD. 2022. October. URL: <https://unctad.org/publication/trade-and-development-report-2022>.

⁴ Вирішення системних питань: підвищення злагодженості та узгодженості багатосторонньої політики у сфері фінансів, інвестицій, торгівлі та розвитку / UNCTAD. 2020. Грудень. С. 4.

UNCTAD або Банку міжнародних заощаджень¹. Актуальний погляд цих установ щодо переважного впливу волатильності ТПК містить виступ голови Банку Англії М. Керні на зібранні Інституту міжнародних фінансів у 2019 р. в м. Токіо. Зокрема, він зазначив, що хвилі надходжень ТПК у економіки, що розвиваються, як правило раптово закінчуються, посилюючи внутрішні дисбаланси та роблячи ці економіки більш вразливими до зовнішніх шоків. Відтак, зменшення нестабільності руху ТПК – колективне завдання, розв'язання якого дасть змогу відновити роль іноземних інвестицій та відповісти на виклики нашого часу².

Окрім неоголошеної практики керування валютним курсом та впровадження заходів із його стабілізації, помітні зміни в риториці офіційних інституцій, які дають підстави очікувати відхід від домінанти вільного курсоутворення. Наразі й МВФ визнає, що хоча гнучкий обмінний курс може пом'якшити шок від зміни характеру руху ТПК, все ж він не забезпечує достатній захист економіки від зовнішніх шоків, особливо в умовах порушення доступу до світових ринків капіталу (Adrian, Gopinath, & Pazarbasioglu, 2020), що і спостерігається в умовах пандемії.

Зрозуміло, крім різких коливань валютного курсу, негативні наслідки раптових сплесків припливу та відпливу ТПК зумовлює ціла низка чинників: особливості демографії, бюджетної політики, зовнішня заборгованість, фінансова глибина, рівень доходів населення та фінансової відкритості. Проте головну загрозу для малих відкритих економік від раптових сплесків та втеч потоків капіталу втілює коливання курсів національних валют, яке може відбуватись і всупереч наявним процесам у реальному секторі. Навіть економіки країн з низьким рівнем державного боргу, темпів інфляції та достатніми обсягами міжнародних резервів зазнавали стрімкої девальвації або небажаного зміцнення національної валюти через неконтрольований вплив чи приплив капіталу.

Згідно з твердженням Г. Рей, саме той факт, що глобальний фінансовий цикл керує рухом ТПК, а вони, у свою чергу, визначають внутрішні фінансові умови незалежно від монетарної політики національних регуляторів заперечив актуальність “трилеми” (Rey, 2013). Подібне твердження лунає на рівні керівництва ЄЦБ. Зокрема, у виступі Ф. Лейна на конференції в Університеті Каліфорнії було відзначено, що країни-позичальниці на зовнішніх ринках зазнаватимуть втрат унаслідок посилення монетарної політики у країнах – емітентах резервних валют. У цьому випадку зростатимуть, як вартість обслуговування зовнішнього боргу, так і вартість нових запозичень (Lane, 2019). Таким чином, зміни в монетарній політиці США визначають і потенціал економічної політики в малих відкритих економіках. За таких умов національні монетарні регулятори опиняються в рамках дилеми – вільний рух капіталу або незалежна монетарна політика. Відтак, логічним і природ-

¹ 85th Annual Report. 1 April 2014 – 31 March 2015 / Bank for International Settlements. Basel. P. 94. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.pdf>.

² Pull, Push, Pipes: Sustainable Capital Flows for a New World Order. Speech given by Mark Carney Governor of the Bank of England Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo 6th June 2019. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/pull-push-pipes-sustainable-capital-flows-for-a-new-world-order-speech-by-mark-carney.pdf>.

ним видається впровадження заходів контролю за рухом ТПК та обмеження волатильності валютного курсу для забезпечення дієвості монетарного регулювання. Природність такої тенденції – не голослівне припущення. Наприклад, Б. Айхенгрін пропонує розглядати перехід від фіксованого до плаваючого курсу національної валюти, що неодноразово спостерігався в історії монетарних систем, як цілком природний процес еволюції економічних відносин відповідно до циклів їх глобалізації (Eichengreen, 2021).

Хоча центральне місце у проблематиці монетарного регулювання на теперішньому етапі все ще посідає показник інфляції, ефективність цього режиму монетарної політики викликає все більшу дискусію як на глобальному рівні, так і в розрізі груп економік. Попри це, потрібно зазначити, що практика обмеження негативних наслідків надмірних коливань курсу національної валюти (тобто фактично – забезпечення стабільності національної грошової одиниці) не суперечить теоретичним положенням політики інфляційного таргетування та, швидше, навпаки – досягнення інфляційного таргету за посиленої волатильності обмінного курсу є практично неможливим. Можливості досягнення інфляційного таргету збільшуються за умови збалансованого торговельного балансу, використання валютних інтервенцій для стабілізації національної валюти

У теоретичному дискурсі така теза поки що звучить досить обережно, але на практиці вона знаходить дедалі більше підтвердження. Наприклад, можна звернути увагу, що центробанки Канади, Австралії, Данії, реалізуючи політику інфляційного таргетування, мають у своєму мандаті як допоміжну ціль стабільність національної грошової одиниці. У мандаті Банку Англії та сама ціль сформульована як “забезпечення впевненості у національній валюті” (Gagnon, 2011). Тому на практиці дискусійність цього питання швидше лежить у площині ідентифікації потреб, ступеню та форм заходів, спрямованих на забезпечення стабільності національної валюти. Запропонований Дж. Айзенманом та ін. метод визначення пріоритетів монетарного регулювання на підставі аналізу монетарних характеристик широкого переліку країн в системі “трилеми” демонструє помітну тенденцію переходу від відносно збалансованої композиції монетарного регулювання до яскраво вираженого пріоритету фінансової відкритості (Aizenman, Chinn, & Ito, 2016)

Після початку ГФК показник стабільності валютного курсу для більшості економік, що розвиваються, зріс в 1,5 раза. Показники монетарної незалежності та фінансової відкритості скоротились незначно.

За цих умов для малих відкритих економік, до яких належить і Україна, постає завдання модернізації монетарної складової економічної політики відповідно до сучасних світових тенденцій. Основними моментами, на які потрібно звернути увагу, виступають такі.

1. *Актуалізація регуляторного впливу на економічні процеси з пріоритетом підтримки та стимулювання економічного зростання.* При цьому потрібно зважати, що для України як малої відкритої економіки критичним елементом стимулюючої макроекономічної політики є урівноваження обсягів емісії стабільним

джерелом припливу іноземної валюти. Інакше, за відсутності розвинутих фінансових ринків та інструментів, а також власного промислового виробництва, емітовані кошти профінансують попит на споживчі товари та імпортовану продукцію. Наслідком будуть інфляція та девальвація і поглиблення подвійного дефіциту. Водночас просте накопичення валютних резервів без супутнього розширення монетарної пропозиції у національній валюті лише збільшує обсяги непродуктивного капіталу в національній економіці. Альтернатива цьому – балансування накопичених резервів розширенням монетарної пропозиції у формі цільових кредитів. Важливим також є посилення інституційної спроможності національного регулятора шляхом імплементації ІТ-новацій у сфері монетарної та комунікаційної політик.

2. *Убезпечення від ризиків контрпродуктивного впливу заходів монетарного стимулювання, що здійснюються органами країн економічного ядра.* Оцінка параметрів макроекономічної динаміки України, характеристик її фінансового сектору свідчить про високі ризики розгортання буму споживчого кредитування, утворення цінових дисбалансів на ринку нерухомості та посилення торговельного дефіциту у випадку раптового припливу великих обсягів іноземного капіталу після появи ознак позитивної економічної динаміки. Такий характер припливу іноземного капіталу, з високим рівнем імовірності, призведе до реалізації зазначених ризиків без можливості їх попередження в умовах наявної політики валютної лібералізації. Окрім використання інструментів макропруденційної політики, потрібно розглядати можливість запровадження політики контролю за потоками капіталу.

3. *Недопущення розгортання неконтрольованого дезінтеграційного процесу.* Попри тимчасовість деглобалізаційного характеру процесів, що супроводжують період економічної рецесії після 2008 р. у разі їх продовження та поглиблення нерівності між групами економік, процес глобалізації може зазнати тривалого замороження. Тому важливим є поширення глобальних регуляторних ініціатив, покликаних забезпечити малі відкриті економіки від ризиків зовнішніх фінансових шоків та захистити їхні інтереси у складних інтеграційних процесах. Вже тепер вони закладають потужну фундаментальну основу для більш продуктивної економічної інтеграції у подальшому.

Таким чином, проаналізовані тенденції підтверджують, що ГФК започаткувала, а пандемія COVID-19 у 2020 р. поглибила трансформацію підходів до визначення цілей та інструментів монетарних політик у різних країнах світу. Основними наслідками цього процесу, що наразі простежуються, є відхід від пріоритету інфляційного таргету, розширення монетарної пропозиції з поступовою переорієнтацією на програми цілеспрямованого фінансування економічного розвитку.

Підвищення ефективності монетарної політики за такого контексту відбуватиметься через розширення контролю за фінансовими операціями у сфері руху транскордонних потоків капіталу, відповідного удосконалення інструментарію забезпечення фінансової стабільності, а також посилення взаємодії з фіскальними органами влади. Рух у цих напрямках, серед іншого, спонукатиме монетарні органи до імплементації макропруденційної політики. Функціонал цієї політики забезпе-

чує можливості такої взаємодії, а також регулювання параметрів фінансових операцій в інтересах усунення системного ризику фінансової нестабільності.

Безпосередньо у **сфері управління державним боргом** України проявилися такі види фінансових ризиків:

- втрата доступу до міжнародного ринку капіталів, що підняло на поверхню ризики рефінансування зовнішніх ринкових позик і змушувало уряд активно заміщувати ринковий борг зовнішніми офіційними позиками;
- зростання ринкових процентних ставок на внутрішньому фінансовому ринку, що за відсутності в 2023 р. інтервенцій на ринку ОВДП з боку Національного банку спонукало Уряд підвищувати ставки розміщення нових ОВДП (середньозважена ставка дохідності емітованих ОВДП у травні 2023 р. становила 19,3 %, збільшившись на 9 % відносно травня 2022 р.); такі дії призводили до різкого зростання витрат на обслуговування внутрішнього державного боргу (річні видатки на виплату процентів за внутрішнім боргом у 2022 р. становили 121,3 млрд грн, а за планом на 2023 р. мають досягти 225,9 млрд грн);
- збільшення бюджетних витрат на погашення та обслуговування кредитів суб'єктам підприємництва, гарантованих Урядом (які залучалися від МФО та українських банків), унаслідок погіршення фінансових результатів підприємств через війну та настання форс-мажорних обставин.

В Україні проблеми **моніторингу, оцінки та управління фінансовими ризиками** отримали належну реакцію з боку суб'єктів економічної політики не так давно. У 2017 р. в структурі Міністерства фінансів було утворено Управління фінансових ризиків, первинною функцією якого було визначено моніторинг фінансових ризиків державних підприємств, розробка методології для оцінки таких ризиків, розкриття основних видів фінансових ризиків у Бюджетній декларації, а також розвиток потенціалу щодо максимально повного охоплення і оцінки фінансових ризиків. У 2018 р. до БКУ було внесено ряд змін, якими сформульовано засади моніторингу фінансових ризиків, складання звітності про фінансові ризики та ключові повноваження основних учасників цих процесів.

Стратегією реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки одним з пріоритетів визнано підвищення рівня прозорості та підзвітності в управлінні державними фінансами¹. Для цього, серед іншого, передбачається продовжити **розбудову системи управління фінансовими ризиками**, що повинна як виявляти фінансові ризики, вести їх облік і оцінку, так і забезпечувати вжиття необхідних заходів реагування. Зокрема, Стратегією заплановано розроблення Планів дій для мінімізації фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання, включених Мінфіном до переліку суб'єктів, з якими пов'язані найбільші фінансові ризики.

¹ Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки : затв. розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29.12.2021 № 1805-р. URL: <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/pro-shvalennya-strategiyi-reformuvannya-sistemi-up>.

Разом із тим останніми роками відбувалося унормування процесів *звітності, управління фінансовими ризиками та включення їх оцінки* до складу Бюджетної декларації і до матеріалів, що додаються до проекту закону про Державний бюджет.

Так, у складі документації до проекту бюджету на 2023 р. Міністерством фінансів було представлено Інформацію про фінансові ризики (включаючи умовні зобов'язання та квазіфінансові операції) та їх вплив на показники державного бюджету у 2023 році. У цьому документі подано перелік основних видів фінансових ризиків, проаналізовано причини їх виникнення і потенційні загрози, основні інструменти управління ризиками, які застосовує Уряд, а також кількісно оцінено ризики, пов'язані з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки. У частині фінансових ризиків, які походять від гарантованого державою боргу, оприлюднюються дані щодо розміру гарантованого боргу та його основних складових, а також плановані в бюджеті асигнування на задоволення вимог за гарантованими кредитами у 2023 р.

Незважаючи на це, міжнародні стандарти прозорості у сфері фінансових ризиків в Україні виконуються лише на мінімальному рівні. Зокрема, у частині державних гарантій за кредитами до складу звіту про фінансові ризики необхідно було б включати повніший перелік даних і роз'яснень, пов'язаних із розмірами гарантованого боргу, очікуваними витратами на функціонування системи державних гарантій, критеріїв та аргументів на користь надання гарантій певних видів (ці питання детально будуть розглянуті в окремому підрозділі).

На 2023 р. у Меморандумі економічної політики Уряду з МВФ було зафіксовано зобов'язання реалізувати зусилля, спрямовані на посилення системи управління державними фінансами, яка даватиме змогу контролювати і реагувати на фінансові ризики. Зокрема, планується поглибити аналіз взаємозв'язків між фінансовими ризиками і певними категоріями державних видатків, включаючи фонди соціального страхування, а також умовними зобов'язаннями, особливо тими, що походять від державно-приватних партнерств, урядових гарантій і державних підприємств. Окремим пунктом Меморандуму визнавалася необхідність посилити інституційну спроможність у сфері моніторингу і оцінки фінансових ризиків, пов'язаних з урядовими гарантіями¹.

У сфері управління державним боргом фінансові ризики зазвичай оцінюються в термінах можливого збільшення видатків бюджету на погашення й обслуговування боргу внаслідок зміни обмінних курсів, процентних ставок (порівняно з очікуваними значеннями) чи виникнення інших обставин. Роль боргових менеджерів при цьому полягає у визначенні цих ризиків, оцінці їх потенційного масштабу та розробленні стратегії управління ризиками і досягнення оптимального співвідношення між ступенем ризику і витратами на обслуговування боргу.

Основним завданням управління державним боргом зазвичай вважається досягнення бажаної структури боргового портфеля уряду, включаючи структури за

¹ Меморандум про економічну та фінансову політику, 24 березня 2023 року / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/memorandum_of_economic_financial_policies-677.

видами валют, процентних ставок і строків погашення. Збалансована структура держборгу сприяє зменшенню нестійкості фінансового стану уряду, пов'язаної з дією процентних, валютних ризиків і ризиків пролонгації боргу.

Згідно з фінансовою теорією борговому фінансуванню Уряду властиві такі ризики:

- 1) *процентний*: ризик, пов'язаний зі зміною ринкових процентних ставок, що впливає на вартість обслуговування державного боргу; коливання рівня цих ставок змінюють вартість обслуговування боргу за новими позиками та минулими позиками із плаваючою процентною ставкою; заборгованість, що обслуговується за плаваючою процентною ставкою, вважається більш ризиковою, ніж заборгованість з фіксованою ставкою.
- 2) *валютний*: ризик, пов'язаний із зміною валютного курсу національної валюти, що впливає на вартість обслуговування зовнішнього державного боргу; девальвація валютного курсу збільшує частку доходів бюджету і ВВП країни, яка має спрямовуватися в рахунок погашення і обслуговування зовнішнього державного боргу; зовнішня заборгованість або заборгованість перед нерезидентами, з огляду на існування валютних ризиків, вважається більш ризиковою, ніж внутрішня заборгованість.
- 3) *ризик рефінансування боргу*: виникає внаслідок того, що рефінансування накопиченої заборгованості виявляється неможливим або здійснюється з надзвичайно високими витратами; у багатьох випадках неможливість рефінансування боргу або стрімке зростання витрат боргового фінансування стає причиною виникнення кризи ліквідності, яка у деяких випадках переростає у боргову кризу.
- 4) *ризик ліквідності* реалізується у випадку виникнення потенційних труднощів із швидким залученням грошових коштів через запозичення або за неможливості миттєвої мобілізації певних активів з метою виконання неочікуваних поточних фінансових зобов'язань.
- 5) *кредитний ризик* виникає при неспроможності позичальника виконати фінансові зобов'язання перед кредиторами; тісно пов'язаний з валютними, процентними ризиками і ризиком пролонгації боргу; часто виступає результатом накопичення надмірних обсягів заборгованості та некваліфікованого управління борговими ризиками.
- 6) *операційний ризик* реалізується у випадку здійснення операційних помилок на різних етапах проведення та реєстрації операцій, часто виступає результатом юридичних помилок, наявності недоліків у механізмах внутрішнього контролю та порушення порядку розповсюдження інформації.

Валютний ризик тісно пов'язаний з ризиком рефінансування боргу: некерувана девальвація часто супроводжується зниженням кредитних рейтингів держави, що закриває доступ до міжнародного ринку позикових капіталів. Девальвація, як відомо, збільшує частку внутрішніх доходів, які спрямовуються в рахунок погашення і обслуговування зовнішніх боргів. Якщо уряд не матиме

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

достатніх джерел надходжень у іноземній валюті, то вразливість до валютного ризику наражатиме його також на небезпеку кредитного ризику. Таким чином, процентні, валютні, кредитні ризики і ризики рефінансування державного боргу у країнах з ринками, що формуються, демонструють тісний ступінь взаємозалежності.

У світовій практиці основними показниками ступеня ризикованості рівня і структури державного боргу вважаються:

- співвідношення державного боргу і ВВП, співвідношення боргових виплат і ВВП: найбільш загальні показники, призначені для оцінки спроможності держави обслуговувати накопичені борги;
- частка зовнішнього боргу в загальній сумі боргу, котра вказує на вразливість боргового портфеля уряду до валютних ризиків;
- середня строковість боргових зобов'язань, яка є показником вразливості до ризику пролонгації боргу;
- частка заборгованості з плаваючою процентною ставкою, що свідчить про вразливість фінансового стану уряду до процентного ризику.

Основні інструменти для управління ризиками ліквідності і рефінансування боргу, процентними і валютними ризиками узагальнено в табл. 8.2. Ці інструменти поділені на дві групи залежно від можливостей їх використання. До групи “поточні інструменти” віднесено інструменти управління борговими ризиками, які доступні уряду в певний момент часу, а до групи “перспективні” – інструменти, які уряд зможе застосовувати лише в міру поглиблення внутрішнього ринку позикових капіталів, розвитку сегмента похідних фінансових інструментів на внутрішньому ринку і отримання доступу до міжнародного ринку деривативів.

Таблиця 8.2

Способи управління ризиками у сфері державного боргу

Види фінансових ризиків	Поточні інструменти	Перспективні інструменти
Короткострокової ліквідності	1. <i>Ризик ліквідності і пролонгації боргу</i> Утримання залишку коштів на казначейському рахунку. Створення можливостей для короткострокових запозичень з метою покриття касових розривів. Обмеження короткострокового боргу. Формування резерву коштів для фінансування боргових виплат. Зменшення залежності від позикових джерел з високим ступенем волатильності (міжнародних ринків капіталу)	
Довгострокової ліквідності	Вирівнювання профілю боргових виплат. Подовження середньої строковості боргових зобов'язань	
2. <i>Процентний ризик</i>	Досягнення високої частки зобов'язань із фіксованою процентною ставкою. Утримання високої частки довгострокових зобов'язань	Використання процентних свопів

Закінчення табл. 8.2

Види фінансових ризиків	Поточні інструменти	Перспективні інструменти
3. Валютний ризик	Підвищення частки внутрішніх зобов'язань порівняно із зовнішніми. Вибір оптимального набору валют для зовнішнього боргу	Використання валютних свопів

Складено за: Guidelines for Public Debt Management / International Monetary Fund. 2001. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm>.

Ефективне управління державним боргом з урахуванням усіх наявних ризиків має надзвичайно важливе значення для зміцнення фінансової системи України, гарантування макрофінансової стабільності та посилення конструктивного впливу держави на соціально-економічний розвиток країни. Фіскальними ризиками зазвичай називають фактори, які генерують відхилення фактичних фіскальних показників (або фіскальної позиції) від прогнозованих. Такі відхилення можуть виникати в результаті: а) дії зовнішніх шоків на стан державних фінансів; б) ендегенних (внутрішніх) змін фіскальної політики; в) недостатнього розуміння фіскальної позиції уряду і неповного врахування державних зобов'язань.

Умовні зобов'язання – тип фіскальних ризиків, які пов'язані з умовами або ситуаціями, що можуть вплинути на фінансові результати чи фінансову позицію сектору загального державного управління залежно від настання чи ненастання певних подій у майбутньому; умовність означає, що вимоги кредиторів або інших суб'єктів стають дійсними лише при виникненні заздалегідь визначених умов чи обставин. Виокремлюють два види умовних зобов'язань – очевидні та неочевидні.

Першим видом умовних зобов'язань держави є *очевидні зобов'язання*. Очевидні умовні зобов'язання зафіксовані в нормативно-правових актах чи договорах, однією зі сторін яких виступає уряд. Основними серед таких зобов'язань є: а) державні гарантії за позиками державних і приватних підприємств, державних банків і т. ін., б) схеми державного страхування – депозитів фізичних осіб, майнового страхування проти стихійних лих та ін.

Неочевидні умовні зобов'язання уряду пов'язані з очікуваннями громадськості чи певних впливових груп і випливають із ролі держави у суспільстві. Події, котрі вимагатимуть від уряду виконання його неочевидних умовних зобов'язань – дефолти місцевих органів влади, державних підприємств і приватних компаній за негарантованими кредитами; криза банківської системи; неплатоспроможність фондів соціального страхування; стихійні лиха, екологічні катастрофи та ін.¹

Одним зі значущих видів очевидних умовних зобов'язань Уряду є державні гарантії за кредитами підприємствам і організаціям. На противагу цьому під час гострої стадії пандемії в 2020 р. гарантований державою борг в Україні збільшився на 55,7 млрд грн, або на 23 %. Зменшення доларової величини зовнішнього гаран-

¹ Інформація щодо наданих державних гарантій / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/reestr-derzhavnih-garantij>.

тованого боргу (на 0,4 млрд дол. США) було більше ніж компенсовано зростанням гривневої величини внутрішнього гарантованого боргу (на 22,9 млрд грн). Хоча, знову-таки, приріст гарантованого боргу за 2020 р. виявився доволі незначним. У відсотках до ВВП рівень гарантованого державою боргу збільшився з 5,9 % ВВП наприкінці 2019 р. до 6,9 % ВВП наприкінці 2020 р. Зростання ВВП у 2021 р. і незначна номінальна сума приросту гарантованого боргу супроводжувалися зменшенням відношення гарантованого боргу до ВВП з 6,9 до 5,7 % протягом 2021 р. За 2022 р. відносна величина гарантованого державою боргу дещо зросла (до 6,9 % ВВП), але це більшою мірою пов'язувалося з падінням реального ВВП, ніж зі зростанням номінальної величини гарантованого боргу.

Обсяг наданих Урядом нових гарантій за кредитами становив 48,5 млрд грн у 2020 р, 74,2 млрд у 2021 р, 47,1 млрд у 2022 р. і 11,9 млрд грн у січні – травні 2023 року¹. Бенефіціарами державних гарантій у 2021 р. стали Державне агентство автомобільних доріг, “Укренерго”, суб’єкти МСП за кредитами на портфельній основі, “Укрзалізниця”, “Укрпошта”, “Шосткінський завод “Імпульс”, Концерн радіомовлення, радіозв’язку та телебачення, підприємство “Антонов”. У 2022–2023 рр. бенефіціарами державних гарантій були суб’єкти МСП за кредитами на портфельній основі, НАК “Нафтогаз України”, “Укргідроенерго”, “УкрСиббанк”, “Укренерго”, “Укрпошта”. (Під час воєнного стану обсяги наданих державою нових гарантій помітно зменшилися, порівняно з 2021 роком.)

Гарантії часто слугували засобом компенсації витрат на здійснення державними підприємствами *квазіфіскальних операцій*, пов’язаних із виробництвом товарів та послуг за цінами, нижче економічно обґрунтованого рівня. Тобто в цьому випадку державні гарантії виступали однією з форм відшкодування державою здійснених підприємствами витрат, хоча через взаємозв’язок цих підприємств із державним бюджетом на тривалому часовому проміжку їх збиткова діяльність все одно позначається на доходах та/або витратах з державного бюджету. Це відбувається у вигляді як недонадходження податку на прибуток, виплат субсидій для компенсації втрат від виконання квазіфіскальних операцій, здійснення витрат на поповнення статутного капіталу підприємств; так і відшкодування Урядом гарантованих ним позик, наданих банками чи МФО цим підприємствам.

Дані щодо гарантій Уряду за кредитами в останні роки вказують і на те, що цільова підтримка державою певних секторів економіки стала вимушеною реакцією Уряду на *деформації внутрішнього фінансового ринку* і недоступність кредитних ресурсів для інвестиційних проектів загальносуспільного значення чи для розвитку МСП. Однак, попри наведені вище аргументи й обставини, рішення щодо надання державних гарантій не повинні підміняти собою *зважену оцінку фіскальних ризиків, пов’язаних із наданням державних гарантій*.

Зокрема, у 2023 р. прогнозується настання гарантійних випадків за зобов’язаннями Державної продовольчо-зернової корпорації України в сумі 4,6 млрд грн.

¹ Державний та гарантований державою борг України станом на 31.05.2023 / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

Також існує висока ймовірність погашення Урядом боргових зобов'язань Укравтодору за позиками під державні гарантії на розвиток мережі автомобільних доріг загального користування. Це пов'язано з тим, що Державне агентство відновлення та розвитку інфраструктури (колишній Укравтодор) у поточному році має суттєвий дефіцит коштів для виконання власних боргових зобов'язань.

В умовах значного спаду реальної економічної діяльності в 2022–2023 рр. підвищилися також ризики невиконання зобов'язань представниками МСП, що отримали кредити від банків-посередників у рамках спільних з ЄІБ проєктів “Основний кредит для малих та середніх підприємств та компаній з середнім рівнем капіталізації” та “Основний кредит для аграрної галузі”.

У світовій практиці надання державних гарантії часто обґрунтовується необхідністю усунення державою **провалів ринку**, які призводять до недофінансування великих інвестиційних проєктів загальнонаціонального значення. Водночас визнається, що надмірне чи неправильно сконструйоване втручання держави у дію ринкових механізмів може призвести до **провалів держави**.

Аналіз положень фінансової теорії та уроків міжнародного досвіду вказує на те, що державні гарантії (як один із видів умовних зобов'язань держави) породжують такі специфічні **проблеми у сфері управління державними фінансами**:

- непевність впливу гарантованих зобов'язань на видатки бюджету знижує достовірність бюджетного планування і може породжувати неочікувані потреби у бюджетних ресурсах;
- “моральний ризик” у поведінці банків-кредиторів і позичальників – реципієнтів державних гарантії, а також відсутність суворих бюджетних процедур контролю за обґрунтованістю і доцільністю відповідних витрат, можуть призводити до розбазарювання і невиннованого витрачання бюджетних коштів;
- надання державних гарантії у багатьох випадках мотивується можливістю уникнути адекватного відображення відповідних витрат у бюджеті (вартість рішення про надання державної гарантії стає очевидною лише у період виконання кредитних зобов'язань); такий стан справ породжує значні ризики для стабільності державних фінансів у тривалій перспективі¹.

У деяких країнах державні гарантії розглядаються як інструмент державної підтримки підприємств, установ і видів економічної діяльності, що не вимагає негайного витрачання обмежених бюджетних коштів. Причому серед арсеналу методів державної підтримки гарантії уряду за кредитами у багатьох випадках обираються не у зв'язку з економічною обґрунтованістю застосування саме інструментарію державних гарантії, а з огляду на можливість перекладення відповідальності за поточні бюджетні рішення на бюджети майбутніх років.

Згідно з критеріями ЄС, державна гарантія не є інструментом бюджетної підтримки лише у таких випадках: позичальник не зазнає фінансових труднощів; позичальник у змозі отримати позику на ринкових умовах без втручання держави; га-

¹ Меморандум про економічну та фінансову політику. 2023. 24 берез. URL: https://mof.gov.ua/uk/memorandum_of_economic_financial_policies-677.

рантія надається на окрему фінансову операцію, має фіксовану максимальну суму і покриває не більше 80 % суми позики, позичальник сплачує уряду ринкову ціну за надання гарантії.

Водночас міжнародний досвід переконує, що гарантії уряду зазвичай породжують проблеми, пов'язані з тим, що вони не підлягають такій самій ретельній перевірці на предмет доцільності й обґрунтованості обсягу, як інші державні витрати. Тому у світовій практиці державні гарантії мають обмежене поле для функціонування і розглядаються здебільшого як інструмент *зниження кредитних ризиків і здешевлення вартості кредитного фінансування для великих самоокупних інвестиційних проектів*. Політика державних гарантій при цьому скеровується на коригування стимулів ринкових агентів, які призводять до недофінансування великих інвестиційних проектів загальнонаціонального значення, внаслідок впливу таких чинників: тривалого терміну окупності та масштабності початкових вкладень, високого ступеня ризику.

З огляду на це державні гарантії відіграють переважно роль інструменту державної підтримки інвестицій в інфраструктуру та інноваційні проекти загальнодержавного значення. Використання державних гарантій у вказаних галузях дає змогу реалізувати суспільно значущі проекти (які без державних гарантій не могли би бути реалізовані) і зменшити витрати на виплату процентів позичальниками за рахунок зниження кредитних ризиків.

Ключовим елементом зваженої політики надання державних гарантій є її **транспарентність**, яка дає змогу повною мірою врахувати наявні фінансні ризики і потенційні фінансові витрати гарантій Уряду. Наявність адекватної системи обліку державних гарантій та відображення їх у фінансовій звітності надає можливість органам державної влади брати до уваги потенційні фінансні витрати державних гарантій ще на етапі прийняття рішень про їх надання.

8.4. Монетарні ризики

Загроза негативного впливу пандемії COVID-19 для фінансової системи взагалі й монетарно-банківської зокрема не обмежується макроекономічними та фінансними ризиками, оскільки при цьому виникає ще ціла низка *специфічних монетарних ризиків*, таких як кредитний, валютний та процентний.

Кредитний ризик – наявний або потенційний ризик для надходжень та капіталу, який виникає через неспроможність сторони, що взяла на себе зобов'язання виконати умови будь-якої фінансової угоди із банком або в інший спосіб виконати взяті на себе зобов'язання. Звісно, ускладнення економічної діяльності, зумовлені антипандемійними заходами помітно підірвали платоспроможність позичальників у окремих галузях економіки. Крім того, кредитний ризик в умовах пандемії загострився, оскільки багатьом країнам (до яких, на жаль, належить і Україна) необхідно впоратися зі спадком високих рівнів проблемних кредитів. В Україні вони становлять близько 40 % банківських активів (а в державних банках – значно більше). Утім, у квітні – червні 2020 р. вона скорочувалася внаслідок списань на збитки. Тоді в НБУ вважали, що зарано робити висновки про загальний вплив пандемії та

карантинних заходів на якість кредитного портфеля, оскільки існувала невизначеність з темпами відновлення окремих секторів економіки та тривалістю кредитних канікул¹. Але потім повномасштабне вторгнення російських військ в Україну переломило тенденцію до поступового скорочення частки непрацюючих кредитів, яке тривало з 2018 р. (за цей час їх обсяг зменшився на майже 300 млрд грн, частка в кредитному портфелі скоротилася з 55 до 27 % станом на 1 березня 2022 р.)².

Як правило, найбільшим джерелом кредитного ризику є корпоративний сектор. Особливо ризикованими є підсектори торгівлі та будівництва. Великі та зовнішні кредитні цикли часто збільшували системний ризик. Аналогічна ситуація повторилася й у випадку пандемії коронавірусу. Завдяки адаптаційній політиці під час пандемії в країнах могли виникнути надмірні леверидж і ризики, зокрема через очікування продовження державного втручання.

Одним із напрямів роботи з потенційно проблемними кредитами є їх реструктуризація. Вона безпосередньо впливає на якість активів, прибутковість (формування резервів, фінансовий результат) і капіталізацію (розмір регулятивного капіталу та адекватність капіталу). Цей інструмент управління кредитним ризиком завжди потребує точного налаштування за участю регулятора, оскільки проблемні кредити можуть бути неправильно класифіковані, а саме реструктуризовані, а не віднесені до категорії непрацюючих, а резерви можуть бути не адекватними ризику, тобто занижені. Відповідно, виникає ілюзія благополуччя і фінансової міцності.

На наш погляд, реструктуризація *проблемних кредитів* означає перегляд умов кредитного договору з метою послаблення боргового навантаження на клієнта і зниження ймовірності дефолту. Головними складовими реструктуризації саме проблемного кредиту є: а) визнання проблемного стану позичальника; б) відсутність можливості для цього боржника отримати кредит на кращих умовах на ринку; в) факт надання поступки кредитором боржнику. Якщо відсутня будь-яка з цих умов, то йдеться просто про зміну умов кредиту.

Перша постанова Правління НБУ, де дозволялася реструктуризація кредитів унаслідок пандемії коронавірусу, були прийнята 26 березня 2020 р.³ У липні 2020 р. Національний банк продовжив до 30 листопада дію спрощених правил оцінки кредитного ризику при реструктуризації кредитів, що здійснюються банками у відповідь на економічні проблеми позичальників, зумовлені пандемією коронавірусної хвороби COVID-19.

¹ Кредитний портфель банків зменшився через пандемію- НБУ / Укрінформ. 2020. 5 серп. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3076349-kreditnij-portfel-bankiv-zmensivsa-cerez-pandemiu-nbu.html>.

² Частка непрацюючих кредитів (NPL) в Україні становила 38% на початок 2023 року / Національний банк України. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/npl>.

³ Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів : постанова Правління Національного банку України від 26.03.2020 № 39. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_26032020_39.

Національний банк ухвалив комплекс антикризових заходів для підтримки банківського сектору та економіки на час запроваджених обмежувальних заходів. Банкам *рекомендовано* реструктуризувати кредити позичальників, які зазнали фінансових труднощів від запровадження обмежувальних заходів та не можуть обслуговувати кредити. Прийнятними для реструктуризації вважаються кредити, які належно обслуговувалися позичальниками до 1 березня 2020 р. Пільговий режим за кредитом можуть отримати громадяни та бізнес, які мають фінансові труднощі через карантин, усі, хто повністю або частково втратив дохід і роботу.

Першими запропонували реструктуризацію кредитів державні банки (Приватбанк, Ощадбанк) та приватні банки Райффайзен банк Аваль, Кредобанк і ПУМБ. Період відстрочення боргу становив у середньому 3 міс. Потім до них приєдналися ще 25 банків. Пропозиції провідних українських банків були призначені саме для домогосподарств. Абсолютна більшість українських банків не розкривавали публічно умови реструктуризації для бізнесу та домогосподарств, а інформували лише про загальну суму реструктуризації, що ускладнювало статистичний аналіз. Виняток становлять кілька банків.

Зокрема, Райффайзен банк Аваль розкрив підхід до оцінки ризиків більш детально¹. Банк використовує кількісні критерії як основний показник суттєвого збільшення кредитного ризику для всіх матеріальних портфелів та додатково якісні критерії, такі як прострочення оплати протягом 30 днів або проведення реструктуризації внаслідок фінансових труднощів щодо певної заборгованості в ролі допоміжних критеріїв. Для присвоєння стадії на підставі кількісних критеріїв Банк порівнює криву ймовірності настання дефолту протягом усього строку дії інструмента станом на звітну дату з прогнозною кривою ймовірності настання дефолту протягом усього строку дії інструмента за станом на дату первісного визнання. Беручи до уваги відмінності між продуктами роздрібного та нероздрібного бізнесу, методи оцінки можливого суттєвого збільшення кредитного ризику також дещо відрізняються. Для нероздрібного бізнесу порівнянність кривих ймовірностей настання дефолту досягається проведенням аналізу на рівні окремих показників ймовірності. Вважається, що кредитний ризик істотно збільшується в разі відносного збільшення ймовірності настання дефолту до 250 % (у 2,5 раза) або більше. Для довгострокових інструментів поріг у 250 % зменшується з метою врахування ефекту від терміну. Для заборгованості роздрібного бізнесу порівнюються залишкові кумулятивні ймовірності настання дефолту як *logit-різниця* між “ймовірністю настання дефолту протягом усього строку дії інструмента станом на звітну дату” та “ймовірністю настання дефолту протягом усього строку дії інструмента станом на дату визнання, враховуючи “виживання” заборгованості до звітної дати (заборгованість не закрыта та не в дефолті)”. Вважається, що відбулося значне збільшення кредитного ризику у разі перевищення цією різницею певного порогового значен-

¹ Звіт керівництва. Консолідована фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2020 року / Райффайзен банк Аваль. URL: <https://raiffeisen.ua/storage/files/20-rba-conso-ukr-financial-statements-1-1-1-1-1-1-1.pdf>.

ня. Порогові значення розраховуються окремо для кожного портфеля, що покривається індивідуальними, базованими на рейтингах, моделями ймовірності настання дефолту протягом усього строку дії інструмента. Використовуючи історичні дані, порогові значення визначаються як 50-й квантиль розподілу згаданої logit-різниці на частині портфеля, де відбулося погіршення. Таким чином, суттєвими вважаються 50 % найбільших погіршень ймовірності настання дефолту протягом усього строку дії інструменту.

У 2020 р. пандемія COVID-19 зумовила необхідність коригувань Райффайзен банком моделей розрахунків та їх результатів, оскільки моделі очікуваних кредитних збитків не покривали повною мірою швидкості змін та глибини економічних наслідків вірусу (зокрема, падіння ВВП у II кв. 2020 р. після спалаху пандемії та заходи, вжиті урядами для боротьби з нею). Пов'язані з COVID-19 коригування результатів моделей відображали сукупний вплив на сектори, що зазнали особливого удару від пандемії (туризм, готельний бізнес і пов'язані галузі, а також автомобільна, галузь повітряних перевезень, нафтова, газова промисловість, сфера нерухомості та ряд галузей споживчих товарів).

Дії НБУ з регулювання питань реструктуризації кредитів можна вважати паліативними, оскільки вони не враховують належною мірою загрозу безвідповідальної поведінки як кредиторів, так і боржників. НБУ, на нашу думку, мав розробити чіткіші критерії класифікації кредитів як реструктуризовані, визначення фінансових труднощів позичальника, поступки з боку кредитора, встановити вимоги до звітності про реструктуризацію та її оприлюднення у річній звітності, не поєднувати реструктуризацію бізнесу позичальника з реструктуризацією проблемної заборгованості. Необхідно враховувати, що пролонговані кредити можуть виявитися згодом проблемними, а саме після закінчення канікул позичальник не зможе відновити погашення боргу.

Національному банку, як видається, доцільно розробити єдині вимоги до банків щодо розкриття інформації у звітності про реструктуризовані кредити у зв'язку з COVID-19.

Українські банки зазнали помірного негативного впливу на якість кредитного портфеля, оскільки пандемія завдала найбільшої шкоди тим секторам економіки, які вони обмежено кредитували, або ці сектори були незначними у створенні додаткової вартості (туризм, заклади харчування, розваги, авіаперевезення, освіта). У цілому для більшості банків пандемія спричинила матеріалізацію помірного ризику (в діапазоні 1–5 % кредитного портфеля).

Вітчизняна та передова міжнародна практика щодо реструктуризації кредитів схожі в плані згоди регуляторів продовжувати класифікацію таких кредитів як працюючих. Однак варто встановити вимогу щодо обмеження повторної реструктуризації для тих самих боржників, а саме в такому разі визнавати кредит як проблемний з погіршенням класу ризику і переведенням у 2-гу стадію. НБУ покликаний узагальнити результати проведеної банками роботи з реструктуризації кредитів (організація діяльності, скарги клієнтів, достовірність звітності, антикризові

заходи позичальників, відновлення погашення після завершення канікул і активної фази пандемії) і надати банкам конкретні рекомендації.

Регулятору доречно визначити граничний період мораторію (кредитних канікул), що можуть застосовувати банки, у 6 або 9 місяців. Схема реструктуризації має бути розроблена таким чином, аби позичальники, які зіткнулися з тимчасовими труднощами, змогли відновлювати погашення кредиту після закінчення дії мораторію.

Накопиченню кредитного ризику також часто сприяло кредитування в іноземній валюті нехеджованих позичальників, які не враховували валютний ризик.

Валютний ризик – імовірність виникнення можливих збитків унаслідок несприятливих змін на валютному ринку. Найчастіше ці ризики стосуються неочікуваної зміни валютного курсу. Валютно-курсові ризики притаманні будь-якій відкритій економіці. Проте їх величина та ймовірність реалізації є неоднаковими. Істотною мірою вони визначаються структурними особливостями національної економіки.

Глобалізація останніх десятиліть супроводжувалася випереджаючим зростанням міжнародної торгівлі. Це призвело до збільшення пропорції між глобальним експортом товарів і послуг та обсягом світового ВВП від 18,9 % у 1990 р. до 30,6 % у 2022 р., що стало однією з визначальних рис сучасної економічної історії*. Проте в різних економіках цей тренд проявився по-різному. Так, у великих економіках (США, Японія, Китай) зростання відносного експорту було значно повільнішим. Зокрема, у 1990–2021 рр. у Японії його рівень хоч і майже подвоївся від 10,2 до 18,2 % ВВП, однак залишався значно меншим від загальносвітового значення. У США відносний експорт зріс суто символічно (від 9,3 до 10,9 % ВВП) і залишився у понад 2,5 раза меншим за середній по світовій економіці рівень¹.

Зазначене можна пояснити відносними розмірами економік США та Японії. Так, частка США у виробництві світового ВВП упродовж 1990–2022 рр. хоча й змінювалася, однак її коливання були наочо обмеженими: 26,1 % у 1990 р. та 25,2 % у 2022 р. Сполучені Штати цим забезпечували собі статус найбільшої економіки світу. Зрозуміло, за умов кількісного зіставлення збалансованого товарного обміну США з будь-якою іншою, але значно меншою за розміром ВВП країною, відносний обсяг такого обміну буде прямо залежати від кількісних параметрів національного виробництва. Тобто один і той самий обсяг експорту чи імпорту у відсотках ВВП буде меншим для умов американської економіки, ніж для будь-якої іншої країни світу. Тому за незмінністю інших умов, американська економіка виявляється менш чутливою до коливань відносного експорту товарів та послуг, ніж всі інші національні економіки. Наочним прикладом такої асиметрії може бути незіставна реакція української та американської економік на коливання валютної пари “українська гривня – долар США”. Адже курсові коливання гривні до долара США виступають

* Для міжнародних порівнянь тут і далі використовуються дані Світового банку, якщо не вказано інше: Congressional Research Service. Global economic effects of COVID-19. 2021. <https://fas.org/sgp/crs/row/R46270.pdf>.

¹ World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

ключовим індикатором валютного та фінансового стану української економіки, тоді як у Сполучених Штатах їх навряд чи хто помічає. Пояснити цей контраст нескладно, якщо врахувати лише той факт, що розмір американського ВВП перевищує український у 150–200 разів.

Зазначене дає змогу пояснити різницю у зміні відносного експорту в економіках Японії та Китаю. Так, у першій відносний експорт упродовж 1990–2022 рр. підвищився від 10,2 до 18,2 % ВВП. Причому це відбувалося на тлі різкого падіння її частки у світовому ВВП – від 13,7 до 4,2 %. У випадку китайської економіки протягом 1990–2022 рр. спостерігалися дві фази змін відносного експорту: зростання від 12,5 до 36 % ВВП (1990–2006 рр.) і наступне зменшення до 20,7 % ВВП у 2022 р. При цьому остання фаза збіглася з періодом стрімкого, понад триразового, зростання частки китайської економіки у виробництві світового ВВП: від 5,3 до 17,8 %, внаслідок чого вона перетворилася на другу за обсягом економіки країну світу. Зазначені трансформації призвели до суттєвого зниження курсової чутливості економіки Китаю та одночасного її зростання у Японії, як у частині впливу торговельної кон'юнктури на курс національної валюти, так і останнього на експортно-імпортну та виробничу діяльність.

В Україні рівень відносного експорту у 1990–2022 рр. зазнав суттєвих змін. Серія девальвацій, пандемія коронавірусу та початок російської воєнної інтервенції спричинили зниження рівня відносного експорту до 41,2 % ВВП у 2019 р. Після початку коронакризи у 2020 р. він зменшився до 38,8 % ВВП, але дещо відновився на тлі глобального поживлення у 2021 р. (40,7 %). Однак у 2022 р. реальний ВВП України впав на 29,1 %, а відношення експорту товарів і послуг знизилося до 35,5 % ВВП. Враховуючи причини зазначеного падіння, варто визнати, що вони свідчать про *критичну курсову вразливість національної економіки*. Тим паче, що ключовим фактором балансування її валютного ринку виступає зовнішнє офіційне фінансування, яке покриває до половини бюджетних потреб країни. Зважаючи на це, її валютним, монетарним, ціновим та фінансовим якорем в умовах війни став фіксований валютний курс. Для його підтримки було запроваджено низку регуляторних обмежень, відстрочено здійснення низки зовнішніх боргових зобов'язань, налагоджено стале зовнішнє фінансування та відкладено реалізацію інфляційного таргетування.

Утім, розмір національної економіки та рівень її експортної відкритості не єдині фактори, що визначають курсові ризики країни. Адже мала відкрита економіка може спеціалізуватися на випуску унікальної продукції/послуг, внаслідок чого ритмічність її експортних надходжень і захищеність обмінного курсу не провокуватимуть жодних серйозних ризиків. На жаль, українська економіка та її ключова експортна продукція не мають таких переваг, оскільки остання представлена переважно сировинними товарами неглибокої переробки. Причому з 1995 по 2014 р. їх частка у структурі товарного експорту збільшилася від 40,8 до 51,2 %¹.

Характерно, що в межах своєї виробничої/експортної спеціалізації *Україна не має ключових позицій на жодному сегменті міжнародних ринків*. Так, з одного

¹ Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

боку вона входила до десяти найбільших світових виробників нерафінованої сталі з часткою у глобальному сталеливарному виробництві в 1,5 % (2016 р.). З другого боку, Україна явно не дотягувалася до першої п'ятірки глобальних виробників сталі, на які припадало понад 71 % її виробництва: Китай – 49,65 %, Японія – 6,44, Індія – 5,86, США – 4,82, РФ – 4,35 %¹. Аналогічна ситуація спостерігалася і у виробництві та експорті базової сільськогосподарської продукції. Так, хоча Україна була найбільшим світовим виробником насіння соняшника (28,43 %, 2017 р.), соняшникової олії (31,48 %) та її експорту (54,31 %), проте це не формувало домінуючого впливу на ринок рослинної олії, оскільки на останньому було представлено багато інших сегментів продуктів-замінників, включаючи оливкову олію, кокосову, пальмову, арахісову, ріпакову, соєву тощо.

Попри входження до переліку великих світових виробників та експортерів зернової продукції, Україна не мала провідного впливу на ціноутворення і на цьому сегменті світового ринку. Ключові позиції у світовому виробництві та експорті зернових (пшениця та кукурудза) належали США, ЄС, Китаю, Індії, РФ, Канаді, Австралії, Бразилії².

Враховуючи взаємозв'язок між вагою національної економіки у глобальному ВВП та рівнем її відносного експорту, доречно припустити, що аналогічна залежність має поширюватися й на її відносний імпорт. Так, у двох найбільших економіках відносний імпорт є не лише значно меншим за середній у світі, а ще й знижувався упродовж зазначеного періоду: у США – від 17,3 до 14,6 % ВВП, а в Китаї – від 24,2 до 17,4 % ВВП. В Україні ж відносний імпорт хоча також знизився від 55,4 до 42 % ВВП, проте залишався в 1,5 раза вищим за середньосвітовий рівень, будучи у 2,4 раза більшим, ніж у Китаї, і у 2,9 раза – ніж у США³. Наведене свідчить про підвищену чутливість вітчизняного імпорту до коливань валютного курсу, внаслідок чого його небажані рухи асоціюються зі значно серйознішими курсовими ризиками, ніж у багатьох інших країнах.

Враховуючи викладене, разом із відсутністю у національному виробництві аналогів по цілій лінійці імпоротної номенклатури, сам по собі факт фізичного скорочення товарного імпорту здатен серйозно ускладнити економічний стан країни. Зважаючи ж на товарну невідбірковість курсових ризиків, треба визнати, що різка *неконтрольована девальвація гривні породжує небезпеку* не лише для здійснення монетарної політики, а й всього соціально-економічного розвитку держави.

Одним із найбільш поширених індикаторів курсових ризиків є платіжний баланс⁴. Динаміка чистого експорту є загальновизнаним індикатором конкуренто-

¹ Steel Statistical Yearbook 2017 / World Steel Association. 2017. P. 1–2. November. URL: <https://www.worldsteel.org/en/dam/jcr:3e275c73-6f11-4e7f-a5d8-23d9bc5c508f/Steel+Statistical+Yearbook+2017.pdf>.

² Index Mundi. Agriculture. URL: <https://www.indexmundi.com/agriculture/>.

³ World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

⁴ Платіжний баланс. Статистика / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

спроможності національної продукції. Так, якщо він є стійко позитивним, то це свідчить про здатність економіки виробляти й експортувати продукцію, валютні надходження від якої перевищують національні витрати на імпорт іноземних товарів. Завдяки цьому країна отримує чисті надходження іноземної валюти, може нагромаджувати міжнародні резерви та мінімізувати курсові ризики своєї валюти. В іншому випадку остання опиняється під девальваційною загрозою. В Україні така ситуація спостерігається після 2005 р., тобто понад 17 років поспіль. Причому її чистий експорт був упродовж усього часу не лише від'ємним, а й сягав наочно критичних позначок: -7,7 % ВВП (2008 р.), -8,2 % (2013 р.), -8,7 % (2018 р.).

Характерно, що 2008 та 2013 рр. передували чи збігалися з початком глибоких валютних, фінансових, бюджетних, банківських та економічних криз в Україні. У 2018 р. чистий експорт сягнув нової "рекордної" позначки: -8,7% ВВП. Однак кризи тоді не відбулося. Офіційно вважалося, що їй завадив гнучкий курс гривні. Утім, цей погляд обходив той факт, що Україна після 2014 р. перебувала у постійних стабілізаційних програмах МВФ і регулярно отримувала завдяки цьому офіційне зовнішнє фінансування, що давало змогу країні контролювати свої курсові ризики.

Водночас ще вагомішим виявився фактор валютних переказів трудових емігрантів, рівень яких досяг свого максимуму саме у 2018 р. – 11,2 % ВВП. З одного боку, він давав змогу фінансувати дефіцит зовнішньої торгівлі, знижуючи курсові ризики, а з другого – свідчив про надзвичайну вразливість національної економіки та її валюти. Адже їхня стабільність трималася не на високих конкурентних перевагах України, які приваблюють міжнародний бізнес та іноземних інвесторів, а саме на їх відсутності. Адже за максимальним рівнем прямих іноземних інвестицій у 4,4 % ВВП (2016 р.), перекази українських трудових емігрантів забезпечували країну у 2,5 рази більшими валютними надходженнями, ніж капіталовкладення всіх країн світу, взятих разом.

Таким чином, можна зробити висновок, що українській економіці притаманні високі курсові ризики, що проявляються у регулярних валютних кризах та/або необхідності звертатися до екстрених програм фінансової допомоги. Така курсова вразливість супроводжується різкими сплесками інфляції. Під час таких загострень курсова еластичність інфляції упродовж останніх 25 років становила 0,3, тобто 1 % девальвації гривні до долара США спричиняв підвищення інфляції на 0,3 %. При цьому при наближенні темпу девальвації до 20 % на рік ситуація явно входила з-під контролю. Зазначені валютно-курсівські ексцеси формують небезпеку як для монетарної сфери, так і національної економіки у цілому. Ефекти їх монетарного нівелювання шляхом упровадження гнучкого курсоутворення виявилася суперечливими, оскільки країна не позбулася ні серйозних валютних дисбалансів, ні потреби в зовнішній фінансовій підтримці з боку МФО та офіційних донорів.

Уважний аналіз свідчить, що в Україні курсові ризики для монетарної та економічної безпеки мають глибокий структурний характер, а їх нівелювання потребує більш комплексних підходів та інструментів державного регулювання. В основі високої валютної вразливості України та курсових ризиків гривні лежать глибокі

структурні проблеми у вигляді: низької конкурентоспроможності національної економіки, яка походить від слабкості державних інститутів в частині забезпечення здорового бізнес-середовища; високих суверенних ризиків ведення бізнесу в Україні; спеціалізації національного виробництва на випуску та експорті спрощених видів продукції з низькою часткою доданої вартості; залежності від імпорту технологічно складних і тому більш дорогих товарів та послуг; відсутності фондового ринку – якщо відношення акцій, які торгуються на ринку, до ВВП у світовій економіці становить 83,8 % (2019 р.), то в Україні воно фактично дорівнює нулю. За таких обставин у потенційного інвестора взагалі немає можливості мінімізувати свої ризики під час входження на національний ринок; підвищеного рівня торговельної відкритості, як в частині експорту, так й імпорту товарів та послуг; високого рівня доларизації національної економіки - попри очікування, що запровадження гнучкого курсоутворення дасть змогу позбутися її, рівень доларизації залишається достатньо значним: 36,1 % за депозитами і 27,5 % за кредитами. Як наслідок, будь-які суттєві курсові коливання гривні спричиняють серйозний дестабілізуючий вплив як на фінансовий сектор, так і на вітчизняне виробництво.

Однак, незважаючи на своє значення, курсовий ризик – це лише одна (хоч і доволі поширена) загроза з боку трансформацій на валютному ринку. Тому фахівці вимушені говорити про численні різновиди валютного ризику: операційний, балансовий (розрахунковий), конкурентно-валютний тощо.

У багатьох країнах з висхідними ринками (в т. ч. пострадянських) більшість банківських систем дуже доларизовані. За експертними розрахунками, природний рівень доларизації в Україні повинен становити приблизно 20 % (Хведчук, Сініченко, & Топф, 2018), натомість на практиці, попри наполегливі намагання з боку уряду та монетарної влади, він значно вищий. Напередодні пандемії частка валютних кредитів була значно більшою, ніж у сусідніх країнах ЄС з власною валютою (Чехія – 12 %, Польща та Угорщина – трохи вище 20, Болгарія та Румунія – 35 %) і становила більше 40 %. Показник доларизації депозитів був не набагато нижчим (Сологуб, 2019). Причинами існування доларизації в економічній системі України є, по-перше, бажання вберегти свої заощадження від знецінення; по-друге, низький рівень довіри населення до банківської системи та фінансової грамотності; по-третє, значна частка економіки, яка працює в “тіні” (Щуревич, & Коцеміра, 2020).

Як підкреслюють експерти, доларизація породжує кілька типів ризиків у фінансовому секторі. Незважаючи на те, що банки зазвичай зберігають невелику відкрити валютну позицію на своїх балансах, вони стикаються з непрямими валютними кредитними ризиками, оскільки багато валютних позик надаються нехеджованим позичальникам. В Україні така ситуація виникла не тільки в корпоративному, а й у секторі індивідуальних позичальників, які попередньо отримували валютні кредити (великою мірою для придбання житла у новобудовах), не маючи, однак, джерела валютних доходів. Частка іпотечних кредитів в іноземній валюті коливалась від 66 до 88 %. При цьому абсолютна першість у структурі житлових кредитів у розрізі валют належала долару США (Охрименко, & Степура, 2015). Проблема сплати

цих кредитів виникла ще до пандемії у зв'язку з помітною девальвацією гривні, що призвело до зростання суми заборгованості в гривні (в якій отримувала доходи більшість позичальників). Криза, зумовлена антипандемічними заходами спричинила обмеження або втрати навіть гривневих доходів. Для багатьох сплата кредиту стала просто неможливою. Зрештою, у квітні 2021 р. Верховна Рада ухвалила Закон “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо споживчих кредитів, наданих в іноземній валюті”, яким передбачалося проведення реструктуризації всіх валютних споживчих кредитів, за якими грошові зобов'язання повністю не погашені. При цьому всі грошові зобов'язання за такими кредитами мали конвертуватися в гривню за офіційним курсом, встановленим НБУ на день реструктуризації. При цьому слід наголосити, що в Україні протягом багатьох років здійснювалися заходи, спрямовані на зменшення залежності банківського кредитування від валютних депозитів. У тих країнах, де банки покладаються на деноміновані у валюті депозити резидентів і нерезидентів, а також на оптове фінансування у валюті ситуація видається ще більш загрозливою, оскільки центральні банки мають обмежені можливості для підтримки валютної ліквідності.

Процентний ризик (interest rate risk) – потенційна загроза фінансовому стану банку внаслідок несприятливих змін процентних ставок під впливом різноманітних факторів внутрішнього й зовнішнього середовищ, що виявляється у зміні чистого прибутку та/або власного капіталу банку. Процентний ризик у балансах банків виникає через ризики їх кредитного портфеля та портфеля державних облігацій. Найяскравішим прикладом дії цього ризику під час пандемії COVID-19 стало банкрутство американського Silicon Valley Bank. На той момент це стало другим за розміром банківським крахом в історії Сполучених Штатів (невдовзі це “почесне” місце відійшло до First Republic Bank).

Silicon Valley Bank (SVB) був 16-м за величиною банком у США. Його було засновано в 1983 р. виконавчим директором Wells Fargo В. Біггерстаффом і професором Стенфордського університету Р. Медеарісом, аби зосередитися на потребах стартап-компаній. Двоє колишніх менеджерів Bank of America і друзів-тенісистів вигадали цю ідею під час гри в покер. Невдовзі Silicon Valley Bank став основним кредитором для технологічних стартапів, які здавалися надто ризикованими в очах більших традиційних банків. Згодом SVB розпочав роботу з майже половиною всіх американських технологічних стартапів, підтриманих венчурними капіталістами. Клієнтами банку були майже всі відомі технологічні компанії, включно із Shopify, Pinterest, Fitbit, і тисячі менш відомих стартапів, на додаток до відомих компаній венчурного капіталу, таких як Andreessen Horowitz. Утім, банк втратив бізнес лише за кілька днів, після того, як з'явилися чутки, що в нього можуть виникнути проблеми і вкладники поквапились спустошувати свої рахунки, знявши 42 млрд дол. США за один день.

Певним чином Silicon Valley Bank став жертвою власного успіху. Пандемія коронавірусу тяжко вдарила по багатьох традиційних галузях економіки, але водночас відкрила нові можливості для технологічного сектору, попит на послуги якого значно зріс. Такий бум для клієнтів SVB призвів до різкого зростання депозитів, і

банк інвестував велику частину отриманих коштів у довгострокові державні цінні папери США (які вважалися простою та найбезпечнішою інвестицією). Але вартість цих цінних паперів знизилася після того, як ФРС розпочала агресивно підвищувати процентні ставки для боротьби з інфляцією. Ці підвищення ставок відбулися саме тоді, коли спостерігалось скорочення фінансування стартапів. Технологічні компанії швидко витрачали наявні кошти, зібрати на ринку додаткові було важко, і вони почали відкликати власні депозити. З метою дотримання вимог регулятора щодо обсягу ліквідності SVB був змушений продати частину державних облігацій (Treasury bills), але ці старі облігації коштували набагато менше на відкритому ринку, оскільки нові облігації мали тепер вищі процентні ставки. У результаті банк втратив майже 2 млрд дол. США. Чутки про це і призвели до наступного “набігу вкладників” та краху банку.

Аналітики, котрі розглядали історію банкрутства SVB, замислилися над питанням, хто насправді відповідальний за те, що сталося, згадуючи і банкірів, і регуляторів, і політиків (Allyn et al., 2023). Насправді, можна покласти провину на будь-яку з зазначених причин. Але в контексті теми цього дослідження слід звернути увагу на те, що заснований під час гри, яка базується на розрахунку ризиків та блефі, SVB, зрештою зазнав краху внаслідок свого блефу та нехтування ризиками. З'ясувалося, що в банку протягом кількох місяців залишалася вакантною посада керівника відділу управління ризиками. Отже, на рівні вищого керівництва просто ніхто не передбачав підвищення ключової ставки ФРС (що очікувалося майже усіма аналітиками) і відповідні зміни на ринку капіталу (які викликали падіння цінних паперів та підвищення прибутковості казначейських векселів нової емісії). Тобто, класичної дії процентного ризику, відсутність належної уваги до якого призвела до банкрутства, яке спричинило наступний крах ще двох банків (Signature Bank та First Republican Bank) та вимусило владу США піти на безпрецедентний крок гарантування вкладникам цих банків повернення їх депозитів, незалежно від обмежень системи страхування депозитів (у 250 тис. дол), оскільки існували побоювання, що паніка може охопити клієнтів інших банків і нанести непоправні втрати усій фінансово-банківській системі країни, або, навіть, перекинутися поза межі США.

Нарешті (хоча вони і не останні за значенням), з'являються *операційні ризики*, пов'язані з пандемією коронавірусу, для самого регулятора (центрального банку), ігнорування яких, звісно, може негативно позначитися на його діяльності й призвести до падіння якості або виникнення помилок у розробленні та реалізації його монетарної політики. Ці ризики проявляються в ході здійснення певних процесів (таких як прийняття рішень, порядок звітності, комунікації тощо) та при вирішенні проблем, які викликані пандемією, стосовно персоналу центрального банку (заходи щодо охорони здоров'я працівників; здійснення заходів із санітарного захисту в приміщеннях; створення закладів основної медичної допомоги; належне навчання; надання медичних інформаційних матеріалів тощо). Такі ризики включають потенційні майбутні правові наслідки, пов'язані з діями чи бездіяльністю керівництва центрального банку.

Крім того, внаслідок неналежної реакції на пандемічні виклики, можуть виникнути **репутаційні ризики**, адже нездатність впоратися з пандемією коронавірусу на власній території може призвести до підриву довіри громадськості до здатності керівництва центрального банку здійснювати свої функції, у т. ч. в питаннях банківського нагляду та монетарної політики¹.

Звісно, із завершенням пандемії ризики, пов'язані з нею, не зникають одразу. Утім, уявлення про постпандемічні ризики істотно відрізняються в США та Європі. У Сполучених Штатах поширюється думка, що інфляція може стати ризиком “номер один” під час відновлення після пандемії. Це створило небезпеку того, що ФРС вимушено розпочала боротьбу з інфляцією на ранній стадії (назвемо це **ризиком поспішності монетарного стискування**), тим самим зашкодивши відновленню. Натомість у Європі майже не бояться інфляції у період відновлення після пандемії. Ця відмінність у сприйнятті багато в чому викликана фактом, що в США зв'язок між монетарною і фіскальною політикою був доволі тісним, і це створило передумови для потужної інфляції. Водночас у Європейському Союзі (передусім у зоні функціонування євро) до такої координації ставилися набагато обережніше.

Це значною мірою зумовлено стрімким зростанням державних боргів під час пандемії. Окремі експерти вважали, що таке нагромадження боргу не повинне породити великого занепокоєння (Cassola et al., 2022, с. 5). Проте політичний імпульс у деяких країнах еврозони для відновлення фіскальної дисципліни є потужним. Це створює ризик того, що фіскальні правила буде відновлено надто рано (за нашою термінологією – **ризик поспішності фіскального стискування**), що призведе до тиску з метою запровадження “неправильної” фіскальної дисципліни, яка зашкодить відновленню економіки. Отже, тимчасом як у США ризик дострокового виходу з монетарно-фіскального стимулювання виникає через страх перед інфляцією, в ЄС – через страх перед державним боргом.

Взагалі, як зазначають експерти Банку міжнародних розрахунків, “існують два ризики, крім ризиків більш політичного характеру, таких як посилення геополітичної напруженості. По-перше, дезінфляція цілком може виявитися складнішою, ніж очікувалося, – виклик “останньої милі”. По-друге, закінчення економічного періоду може стати ще одним випробуванням для світової фінансової системи, а макрофінансові ризики загрожуватимуть зростанню. Ця комбінація ризиків є доволі унікальною за стандартами після Другої світової війни. Це перший випадок, коли в більшій частині світу сплеск інфляції співіснував зі значно поширеною фінансовою вразливістю. Чим довше зберігається інфляція, тим потужніше і довше необхідне посилення політики, а отже, тим вищі ризики для фінансової стабільності”². Отже, пандемічні ризики нікуди не зникають, навіть з завершенням самої пандемії.

¹ Central Bank Operational Risk Considerations for COVID-19 / IMF. 2020. P. 1–2. URL: <https://www.imf.org//media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-central-bank-operational-risk-considerations-for-covid-19.ashx>.

² BIS Annual Economic Report. 2023. Basel: Bank for International Settlements, 2023. P. 14.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Ризики, котрі виникли в умовах пандемії коронавірусу та внаслідок антипандемічних заходів, мають як загальний макроекономічний, так і специфічний, у нашому випадку фінансовий, характер. Між цими ризиками існує складний взаємозв'язок: вони можуть існувати паралельно, а можуть викликати ризики наступного, вищого рівня. Наприклад, фінансові ризики (кредитний, валютний, процентний) у разі їх загострення продукують ризики ліквідності та дефолту, які під час свого поширення провокують системні ризики. У свою чергу, системні ризики фінансово-банківської системи переростають у ризик стагфляції та економічної кризи для всіх галузей.

Ступінь загрози цих ризиків вимірюється не тільки їхньою потенційною руйнівною силою, а й імовірністю негативних наслідків. На основі проведеного аналізу подій під час пандемії, ми оцінюємо вплив ідентифікованих ризиків на глобальну економіку так, як зображено на рис. 8.5. Звісно, в окремих країнах, з огляду на їхню специфіку, співвідношення між ризиками відрізняється. Утім, загальна закономірність, на нашу думку, загалом зберігається. При цьому вважається, що слабка руйнівна сила здатна призвести до падіння ВВП у межах 0,5 % на рік; середня – в межах 0,5–1,0; велика – понад 1 %. Відповідна слабка ймовірність виникнення ризику коливається від 0 до 50 %, середня – від 50 до 75, а велика – більше 75 %.

Тобто загальна (усереднена) оцінка ризиків монетарної політики в умовах пандемії коронавірусу показує, що їх виникнення цілком імовірне або навіть висо-

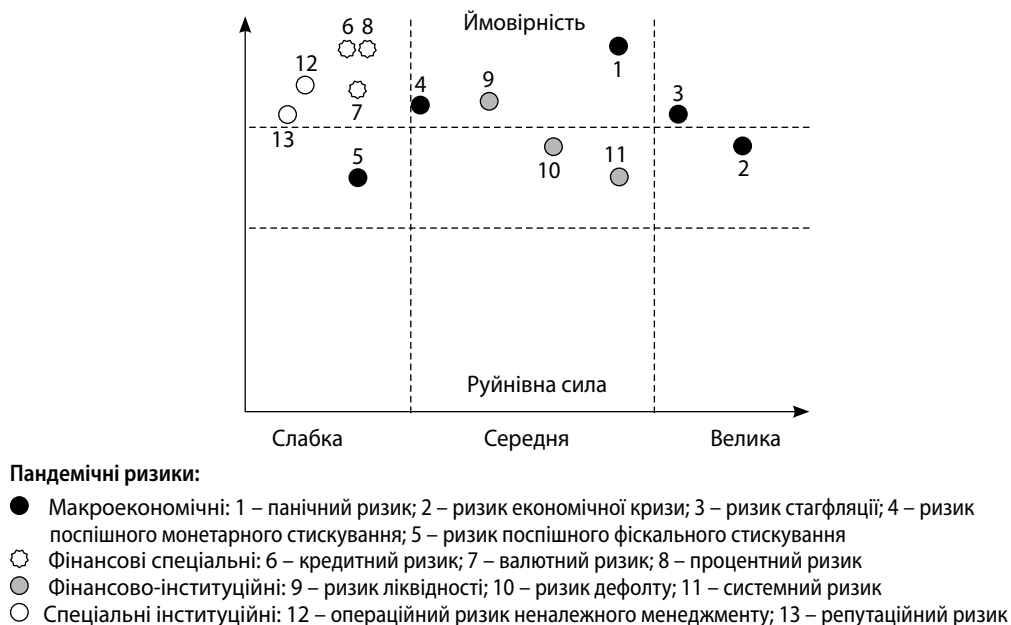


Рис. 8.5. Ступінь загрози пандемічних ризиків

Побудовано автором.

коймовірне, що зумовлено високим ступенем універсальності впливу пандемії на економічні процеси. Що ж до потенційної руйнівної сили, то в цілому загрози що при цьому виникають мають для економіки певний або суттєвий характер. Але, як показав і світовий досвід, жодної масштабної (а тим більше, апокаліпсичної) загрози (як прогнозували окремі песимістично налаштовані експерти) при цьому не виникає (особливо, якщо влада не піддається панічному ризику).

8.5. Заходи ЄС щодо фінансової підтримки України в період пандемії COVID-19

Пандемія COVID-19 створила надзвичайну ситуацію у сфері економіки і фінансів всіх країн світу. Негативний вплив позначився на стані публічних фінансів, рівні зайнятості працездатного населення, скороченні обсягів зовнішньої торгівлі, погіршенні фінансового рахунку платіжного балансу України. Європейська Комісія як головний виконавчий орган ЄС розробила план спільних дій держав-членів для всеосяжної протидії наслідкам пандемії COVID-19. Складовою такого плану постало надання фінансової підтримки країнам-партнерам у рамках Європейської політики сусідства. Україна також стала отримувачем фінансової допомоги ЄС під час пандемії та у постковідний період.

Європейський парламент та Рада ЄС у травні 2020 р. ухвалили рішення про надання макрофінансової фінансової допомоги третім країнам у контексті пандемії COVID-19. Макрофінансова допомога визначена основним видом допомоги країнам – партнерам європейської політики розширення.

Макрофінансова допомога (МФД) — це форма фінансової допомоги, яку ЄС надає країнам-партнерам, які переживають кризу платіжного балансу. Її Правовою основою макрофінансової допомоги третім країнам, окрім країн, що розвиваються, є ст. 212 Договору про функціонування Європейського Союзу. Такі заходи повинні узгоджуватися з політикою розвитку ЄС та здійснюватися в рамках принципів і цілей його зовнішньої діяльності. Діяльність Союзу та держав-членів доповнює та посилює одна одну¹. МФД має винятковий характер і мобілізується в кожному конкретному випадку для допомоги країнам, які мають серйозні труднощі з платіжним балансом. Як правило, кошти МФД виплачуються центральним банкам країн-бенефіціарів і загалом можуть використовуватися так, як уряд вважає за потрібне: для поповнення валютних резервів, проведення інтервенцій на валютному ринку, прямої бюджетної підтримки тощо. Передумовою для надання МФД є дотримання країною-бенефіціаром прав людини та ефективних демократичних механізмів, включаючи багатопартійну парламентську систему та верховенство права (Rule of Law). Надання МФД також залежить від наявності кредитної угоди з МВФ і задовільного досвіду реалізації попередніх програмних реформ, рекомендованих фахівцями МВФ.

Під час пандемії COVID-19 22 квітня 2020 р. Комісія прийняла пропозицію щодо пакету фінансових заходів у розмірі 3 млрд євро для 10 країн-партнерів по-

¹ Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>.

літики розширення та сусідства, щоб допомогти їм обмежити економічні наслідки пандемії коронавірусу¹. Рішення було ухвалено Європейським парламентом і Радою 25 травня 2020 р. Україні на заходи боротьби з пандемією та подолання її наслідків було виділено 600 млн євро². У 2014–2018 рр. загалом 4,4 млрд євро було надано Україні у формі низькопроцентних позик у рамках чотирьох програм МФД, що є найбільшим обсягом макрофінансової допомоги ЄС, який будь-коли надавався країні, що не входить до ЄС, за такий короткий період³. Зазначимо, що 610 млн євро за МФА I та 1000 млн євро за МФА II були надано як низькопроцентні позики для підтримки бюджету. Повна підтримка становила 1,6 млрд євро, або 2,2 млрд дол. США⁴.

Бюджетна підтримка ЄС є засобом надання ефективної допомоги з метою отримання тривалих стійких результатів за підтримки зусиль партнерів щодо реформування та досягнення цілей сталого розвитку. Це передбачає: (i) діалог із країною-партнером для досягнення згоди про результати реформ або розвитку, якому може сприяти бюджетна підтримка; (ii) оцінку досягнутого прогресу; (iii) фінансові перекази на казначейський рахунок країни-партнера після досягнення визначених результатів; (iv) підтримку розвитку адміністративного потенціалу та інституційної спроможності органів державного фінансового управління. Така підтримка відіграла важливу роль у глобальній відповіді ЄС на пандемію COVID-19, даючи змогу швидко реагувати, координувати дії з іншими партнерами і навіть підтримувати міцний політичний діалог у часи карантину. Це допомогло країнам пом'якшити наслідки впливів пандемії на найбідніші й найбільш уразливі верстви населення шляхом імплементації заходів у секторі охорони здоров'я, соціального захисту та фінансової політики.

Фінансова підтримка є засобом надання ефективної допомоги й отримання швидких, відчутних і довгочасних результатів у підтримці зусиль партнерів ЄС щодо реформ та ЦСР. Це залишиться наріжним каменем нового інструменту сусідства, розвитку і міжнародного співробітництва – Глобальна Європа (Neighbourhood, Development and International Cooperation Instrument – Global Europe), актив ЄС у єдиному командному європейському підході (Team Europe) і серцевина внеску у глобальне відновлення.

¹ Proposal for a Decision of the European Parliament and of the Council on providing Macro-Financial Assistance to enlargement and neighbourhood partners in the context of the COVID-19 pandemic crisis. COM(2020) 163 final / European Commission. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0163>.

² Decision (EU) 2020/701 of the European Parliament and of the Council of 25 May 2020 on providing macro-financial assistance to enlargement and neighbourhood partners in the context of the COVID-19 pandemic. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020D0701&from=EN>.

³ Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the implementation of macro-financial assistance to third countries in 2018. COM(2019) 324 final. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1562748580656&uri=COM:2019:324:FIN>.

⁴ Ex-post evaluation of Macro Financial Assistance Operations I & II to Ukraine : Final Report. 2017. November. P. VII. URL: https://commission.europa.eu/system/files/2018-08/evaluation_of_mfa_i_and_ii_to_ukraine_-_final_report_ecfin.pdf.

Висновки до розділу 8

За результатом дослідження можна зробити висновок, що пандемія коронавірусу викликала серйозні потрясіння в царині економічних, зокрема фінансових, відносин і створила нові та посилила традиційні ризики для акторів даної галузі (до якої, тією або іншою мірою, належать усі учасники економічних відносин). Утім, розглядаючи якісну сторону проблеми, можна вказати, що згадані ризики поділяються насамперед на i) ризики для самої фінансової (фіскальної та монетарної) політики та ii) ризики, що виникають унаслідок проведення фінансової політики, які створюють загрози для відповідних секторів економіки (найчастіше для бюджетної та фінансово-банківської системи) і повертаються до відповідних органів влади у вигляді нових викликів, які вимагатимуть певної корекції їх політики в царині фінансових відносин.

Як економічні наслідки COVID-19 у цілому, так і потрясіння, викликані пандемією у фінансовій політиці, неоднакові в розвинутих та країнах, що розвиваються, або країнах з висхідними ринками. Значною мірою, це зумовлено різним рівнем інституційного розвитку фінансово-банківської системи та монетарної влади центральних банків. Однак нехтування новими ризиками призвело також до серйозних наслідків навіть у провідних країнах глобальної фінансової системи, хоча економічний потенціал урядів та регулятивних органів дав їм можливість утримати ситуацію під контролем.

Ризики, які виникли в умовах пандемії коронавірусу та внаслідок антипандемічних заходів мають як загальний макроекономічний, так і специфічний, у нашому випадку фінансовий, характер. Між цими ризиками існує складний взаємозв'язок: вони можуть існувати паралельно, а можуть викликати ризики наступного, вищого рівня. Наприклад, фінансові ризики (бюджетний, кредитний, валютний, процентний) при їх загостренні продукують ризики ліквідності та дефолту, які, поширюючись, провокують системні ризики. У свою чергу, системні ризики фінансово-банківської системи переростають у ризик стагфляції та економічної кризи для всіх галузей.

Отже, проведений аналіз підтверджує думку про те, що зміцнення фінансової стабільності є важливим для стійкості економіки до негативних шоків. Особливо, враховуючи те, що і в постпандемічний період можна очікувати нові виклики щодо відновлення цінової стабільності (після періоду фіскальної та монетарної експансії) та управління фінансовими ризиками (які будуть загострюватися в результаті зростання боргів у період низьких процентних ставок). Враховуючи викладене, можна *рекомендувати* Міністерству економіки, Міністерству фінансів та Національному банку України постійно підвищувати якість аналізу макроекономічних і фінансових ризиків, чому, серед іншого, могло б сприяти членство НБУ в Банку міжнародних розрахунків (Базель), який відіграє роль провідного аналітичного центру у питаннях монетарної політики.

З огляду на дуже обмежений набір заходів щодо пільг в оподаткуванні бізнесу, на адаптацію в Україні заслуговує позитивний досвід східноєвропейських країн, що мають схожий економічний потенціал та бюджет (Польщі, Угорщини, Хорватії, Сло-

венії, Словаччини, Чехії). Державна допомога фіскального характеру має бути чітко структурована за трьома напрямками: домогосподарства, підприємства (бізнес) і місцеві органи влади. Настав час створити в Україні повноцінну установу розвитку. Потребує більшої прозорості звітність про цільове використання коштів, яке мала контролювати Рахункова палата. Слід виходити з можливості повторення явищ, подібних до пандемії коронавірусу, і тому готувати ресурси для підтримки домогосподарств і підприємств на національному рівні шляхом створення Національного рятівного фонду шляхом відрахувань від податків на прибутки підприємств. Цільовий розмір такого фонду міг би бути встановлений на рівні принаймні 2 % ВВП.

Необхідно в розробленні програм надзвичайних заходів враховувати ефект ланцюгових реакцій у поширенні проблем, коли збій в одних ланках швидко передається на усі систему. Існує взаємна зумовленість фінансового домогосподарств, підприємств і бюджету, а також між галузями економіки. Наприклад, труднощі домогосподарств та фірм у плані надходжень викликають проблеми для фінансового сектору, і це не тільки неповернення боргів, а й зниження попиту на товари і послуги. Все це призводить до кредитного ступору, коли банки та інші кредитори відмовляються кредитувати реальний сектор. Водночас державний сектор стикається з проблемою зростання боргу в результаті реалізації заходів підтримки (при зниженні податкових надходжень і збільшенні видатків на допомогу). Вимоги постпандемічного відновлення, воєнного часу та зміщення основних загроз для боргової безпеки України нині диктують необхідність перегляду зазначених цільових установок.

Таблиця 8.3

Динаміка індикаторів фіскальних ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом, та їх порівняння з граничними значеннями

Індикатори	Граничний рівень	2021	2022
Валові потреби Уряду в позиковому фінансуванні (сума планованого дефіциту бюджету і погашення боргу), % ВВП	15	11,6	25,1
Середній термін до погашення державного боргу, років	4	6,4	7
Частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, %	15	56	34,7
Частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою в загальній сумі державного боргу, %	80	68,9	67,5
Частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу, %	60	63,2	67,2
Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, %	45	54	65,5
Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення в загальній структурі держборгу, в. п.	1	7,2	0,1

Складено авторами.

Поки ж що маємо констатувати, що з початком воєнних дій в Україні суттєво зросли ризики рефінансування державного боргу і ризики ліквідності, валютні й

процентні ризики структури державного боргу. Зокрема, тривожні тенденції в сфері управління державним боргом характеризують індикатори, наведені в табл. 8.3.

- валові потреби Уряду в позиковому фінансуванні зросли з 11,6 % ВВП у 2021 р. до 25,1 % ВВП у 2022 р. при гранично допустимому рівні в 15 % ВВП;
- частка державного боргу, що рефінансується в наступному році становила 34,7 % ВВП у 2022 р. при гранично допустимому рівні в 15 %;
- частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою в загальній сумі державного боргу була стабільною на рівні близько 68 % у 2021–2022 рр. при мінімально допустимому рівні у 80 %;
- частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу становила 63,2 % у 2021 р. і 67,2 % у 2022 р. при гранично допустимому рівні в 60 %;
- частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів змінювалася від 54 до 65,5 % сумарного боргу у 2021–2022 рр. при гранично допустимому рівні в 45 %.

Тривожні тенденції у сфері управління державним боргом характеризували такі індикатори: валові потреби Уряду в позиковому фінансуванні; частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, становила; частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою дорівнювала; частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу.

У будь-якому варіанті антикризових заходів держава має виконати свою функцію стимулятора економіки, щоб запобігти хвилі банкрутств, яке може загрожувати стабільності фінансового сектору. Надмірний рівень державного боргу обмежує здатність уряду фінансувати соціальні програми та підтримку бізнесу у разі системних криз. Необхідна узгодженість дій уряду та центрального банку у розробленні та реалізації політики, щоб забезпечити фінансову стабільність і економічне зростання.

■ Розділ 9

ФІСКАЛЬНІ РИЗИКИ, ЗУМОВЛЕНІ НЕДОСТАТНЬОЮ ЯКІСТЮ ІНФОРМАЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ ТА ВПЛИВОМ ПАНДЕМІЇ COVID-19

У розділі висвітлюються нові підходи до розуміння місця й ролі бухгалтерського обліку в управлінні підприємствами в контексті сучасних поглядів на сутність і функції управлінської діяльності. Облік розглядається як обслуговуюча функція стосовно управління підприємством, у т. ч. державного, в якій з'являється нове завдання – інформаційне забезпечення управління ризиками.

У рамках дослідження доведено, що фінансові ризики держави, пов'язані з державними підприємствами, збільшуються через асиметрію інформації бухгалтерського обліку та фінансової звітності, тобто через недостатній з огляду на управлінські потреби обсяг інформації, або її викривлення. Пандемія COVID-19 посилює фінансові ризики й зумовлює необхідність заходів із їх подолання та вдосконалення інформаційного забезпечення управління.

У 2020 р. Україна зіткнулася з безпрецедентною, глобальною проблемою, спричиненою гострою респіраторною хворобою COVID-19, викликаною коронавірусом SARS-CoV-2. Уряди багатьох держав світу запровадили надзвичайний стан у цілому по країні чи в її окремих регіонах, вжили санітарно-епідеміологічних заходів, встановили обмеження пересування всередині країн і поза їх межами, а також трудової діяльності або навіть скорочення працівників чи надання відпусток за власний рахунок. Широкого застосування набули дистанційні форми роботи й освіти. Реалізація зазначених заходів в особливих умовах супроводжувалася посиленням впливу держави на всіх рівнях управління.

Такі безпекові кроки спричинили уповільнення економічного розвитку в країнах світу. І Україна не стала винятком. Пандемія негативно вплинула на економічну ситуацію і спричинила появу ризиків, пов'язаних із виконанням державного бюджету. Найбільшими негативними наслідками пандемії для національної економіки стало падіння реального ВВП на 5,4 % за

9 місяців 2020 р.¹; загальне зниження попиту, що призвело до скорочення робочих місць; зменшення виробничих потужностей; падіння економічної активності; зниження експорту. У цих складних умовах поступове поліпшення економічної ситуації за певними складовими внутрішнього попиту спостерігалось за рахунок державного сектору, споживчі витрати якого продемонстрували найбільше зростання серед компонентів попиту – на 8,2 % (порівняно з 2,1 % у III кв. 2019 р.)². Така динаміка була забезпечена за рахунок збільшення як колективних (фінансування заходів по боротьбі з пандемією та її наслідками), так і індивідуальних споживчих витрат (підвищення соціальних виплат та номінальної середньомісячної заробітної плати в бюджетній сфері).

Отже, в умовах кризи, спричиненої пандемією COVID-19, економічна активність державного сектору традиційно виступила істотною складовою вітчизняного економічного середовища й зробила вагомий внесок у подолання наслідків пандемії на національному, регіональному та місцевому рівнях. Це пояснюється тим, що держава як найбільший власник активів в Україні історично відіграє важливу роль у функціонуванні вітчизняної економіки. Станом на 1 жовтня 2020 р. частка державного сектору в економіці становила 11,9 %, на державних підприємствах працювало 711,219 тис. осіб, вартість активів державних підприємств дорівнювала 21,6 % у складі середньої вартості необоротних і оборотних активів України³.

Такий стан справ характерний для економіки України. Протягом 2016–2019 рр. частка державного сектору коливалася в межах 8–12 %⁴. Діяльність державного сектору сконцентрована на постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря. Але в окреслений період простежується тенденція скорочення цього виду економічної діяльності, з 48,4 до 28,6 %. Професійна, наукова й технічна діяльність за цей час здебільшого коливалася на рівні 30 %, за винятком 2018 р., коли її частка зросла більш ніж удвічі, до 65 %. Транспорту, складському господарству, поштовій і кур'єрській діяльності належить приблизно третина в національній економіці; мистецтву, спорту, розвагам та відпочинку – близько 14 %. Частка державного сектору в промисловості поступово зменшується, з 14,5 % у 2016 р. до 9,6 % у 2019 р. Сільське, лісове й рибне господарство коливаються на рівні 4 %. Освіта та охорона, які є суспільно значимими, мають частку на рівні 1 %⁵.

Державний сектор економіки складається із суб'єктів господарювання, які діють на основі лише державної власності, а також суб'єктів, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50 % або становить величину, що забезпечує державі право вирішального впливу на господарську діяльність цих суб'єктів (части-

¹ Валовий внутрішній продукт / М-во економіки України. URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=62459016-a04f-41fc-9eeb-10de5d40d981&tag=ValoviiVnutrishniiProdukt>.

² Там само.

³ Питома вага державного сектору в економіці / М-во економіки України. URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=3f9cbf0b-24bf-48f8-8360-04d559e41d60&tag=UpravlinniaDerzhavnimSektoromEkonomikil>.

⁴ Там само.

⁵ Там само.

на друга ст. 22 Господарського кодексу України)¹. Склад суб'єктів господарювання державного сектору економіки конкретизовано наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 20.12.2012 № 1466².

Не всі суб'єкти господарювання державного сектору економіки є державними підприємствами. Діяльність держпідприємств регулюється іншими нормативно-правовими актами. Окреслення критеріїв віднесення до державних підприємств і регулювання загальних особливостей їх утворення, діяльності та планування унормовано низкою національних нормативно-правових актів (додаток 9.1).

Представлене дослідження спрямоване на вдосконалення інформаційного забезпечення управління державними підприємствами в умовах невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19 та іншими надзвичайними ситуаціями. Науковими завданнями дослідження є:

- оцінка стану нормативно-правового забезпечення діяльності державних підприємств;
- критичний аналіз інформаційного забезпечення управління державними підприємствами з урахуванням невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19;
- огляд методології планування діяльності державних підприємств;
- інформаційне забезпечення планування діяльності державних підприємств;
- ідентифікація фіскальних ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств та впливом пандемії COVID-19.

Вихідним положенням розв'язання поставленої проблеми виступає теза, що ефективність регулювання діяльності державних підприємств як важливої функції управління державним сектором економіки набуває стратегічного значення. Адже створення сприятливих умов для виконання державними підприємствами поставлених завдань є визначальним для забезпечення подолання негативних наслідків, спричинених як обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню й поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, так і військовою агресією з боку росії.

Регулювання державних підприємств відбувається на трьох рівнях: міждержавному, загальнодержавному (національному) та локальному (на рівні підприємства). Інституціональне забезпечення на кожному з цих рівнів змінюється за умови зміни одного з них: глобалізаційні й інтеграційні процеси викликають зміни на інституціональному рівні окремої країни. Уряди країн, у свою чергу, розробляють і змінюють нормативно-правові акти з урахуванням сукупності політичних, економічних та соціальних факторів і національних особливостей та встановлюють сукупність принципів, методів і процедур, що використовуються державними підприємствами в процесі управління.

¹ Господарський кодекс від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>.

² Методика визначення частки державного сектору у складі економіки : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 20.12.2012 № 1466. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0110-13#Text>.

Співвідношення рівнів регулювання державних підприємств можна представити так:

- 1) міждержавні ініціативи, стандарти та їх адаптація й імплементація до національного нормативно-правового забезпечення мають вирішальний вплив на регулювання діяльності державних підприємств на національному (загальнодержавному) рівні;
- 2) урядові органи визначають національну політику щодо регулювання діяльності державних підприємств відповідно до міжнародних рекомендацій та з урахуванням особливостей політичної ситуації, національних і соціальних інтересів;
- 3) національні нормативно-правові акти з питань регулювання діяльності державних підприємств визначають напрями управління ними, тим самим надаючи поштовх до модернізації або стагнації управління на рівні підприємств, зокрема формуючи інституціональне забезпечення зниження впливу фіскальних ризиків від їхньої діяльності на показники державного бюджету.

В умовах міжнародної інтеграції формування й реалізація національної політики регулювання діяльності державних підприємств відбувається в контексті визнаних міжнародних підходів та ініціатив у співпраці з міжнародними організаціями. В Україні запроваджено низку важливих реформ у цій сфері, зокрема:

- на національному рівні визначено політику управління державними підприємствами, яка спрямована на реформування їхньої діяльності, головним чином на здійснення реформи “Ефективні державні підприємства”; на законодавчому рівні закріплено стратегічну мету та завдання загальнодержавної політики управління державними підприємствами, які відповідають міжнародним підходам у цій сфері;
- створено ґрунтовну систему нормативно-правового забезпечення управління об’єктами державної власності, яка включає Господарський кодекс України¹, Податковий кодекс України², закони України “Про управління об’єктами державної власності”³, “Про захист економічної конкуренції”⁴, “Про господарські товариства”⁵, “Про оренду державного та комунального майна”⁶,

¹ Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>.

² Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>.

³ Про управління об’єктами державної власності : Закон України від 21.09.2006 № 185-V. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#Text>.

⁴ Про захист економічної конкуренції : Закон України від 11.01.2001 № 2210-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/2210-14>.

⁵ Про господарські товариства : Закон України від 19.09.1991 № 1576-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/1576-12>.

⁶ Про оренду державного та комунального майна : Закон України від 03.10.2019 № 157-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/157-20#Text>.

“Про холдингові компанії в Україні”¹, інші нормативно-правові акти з питань управління об’єктами державної власності;

- розроблено методологічне забезпечення управління об’єктами державної власності, що здійснюється Міністерством економіки України, яке з огляду на чинний порядок передбачає фінансування (крім власних та/або залучених коштів) за рахунок коштів державного бюджету України, та реалізується через: затвердження Примірних статутів державних комерційних підприємств та казенних підприємств²; методологічне забезпечення складання середньо- та довгострокових стратегічних планів розвитку державних підприємств, державних акціонерних товариств та господарських структур³; порядок складання, затвердження та контролю виконання фінансового плану суб’єктів господарювання державного сектору економіки⁴; порядок здійснення витрат суб’єктами господарювання державного сектору економіки у разі незатвердження (непогодження) річних фінансових планів у встановленому порядку⁵; притягнення до адміністративної відповідальності посадових осіб державних комерційних підприємств⁶;
- запроваджено сучасні інформаційні технології, здатні надавати інформацію про діяльність державних підприємств за всіма аспектами (управління, фінансування, планування, обліку, аудиту) та забезпечити можливість проведення державного аудиту;
- забезпечення прозорості в державному секторі, зокрема з питань порядку призначення та оплати праці керівників⁷, створення наглядових рад приватизації⁸;

¹ Про холдингові компанії в Україні : Закон України від 15.03.2006 № 3528-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3528-15#Text>.

² Примірні статuti державного комерційного підприємства та казенного підприємства : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 25.07.2012 № 870. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0870731-12#Text>.

³ Методичні рекомендації з питань методологічного забезпечення складання середньо- та довгострокових стратегічних планів розвитку державних підприємств, державних акціонерних товариств та господарських структур : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 14.08.2013 № 971. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0971731-13#Text>.

⁴ Порядок складання, затвердження та контролю виконання фінансового плану суб’єкта господарювання державного сектору економіки : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 02.03.2015 № 205. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0300-15#Text>.

⁵ Про порядок здійснення витрат суб’єктами господарювання державного сектору економіки у разі незатвердження (непогодження) річних фінансових планів у встановленому порядку : постанова Кабінету Міністрів України від 03.10.2012 № 899. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/899-2012-%D0%BF#Text>.

⁶ Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>.

⁷ Про проведення конкурсного відбору керівників суб’єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 03.09.2008 № 777. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/777-2008-%D0%BF#Text>; Про умови і розміри оплати праці керівників підприємств, заснованих на державній, комунальній власності, та об’єднань державних підприємств : постанова Кабінету Міністрів України від 19.05.1999 № 859. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/859-99-%D0%BF#Text>; Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо управління об’єктами державної та комунальної власності : Закон України від 02.06.2016 № 1405-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1405-19#Text>.

⁸ Про проведення прозорості та конкурентної приватизації в 2015–2017 роках : постанова Кабінету Міністрів України від 12.05.2015 № 271. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/271-2015-%D0%BF#Text>.

- підвищення рівня достовірності й розкриття інформації через оприлюднення аудійованої річної фінансової звітності та висновку незалежних зовнішніх аудиторів¹;
- ухвалення Стратегії модернізації системи бухгалтерського обліку та фінансової звітності в державному секторі до 2025 року²;
- застосування визначеними законодавством державними підприємствами міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ)³;
- запровадження прозорого конкурсного відбору керівників і членів наглядових рад для особливо важливих для економіки державних підприємств та створення Комітету з призначень, до функцій якого входить відбір і призначення керівників (СЕО) та наглядових рад на великих державних підприємствах;
- реалізація принципу винятковості державної власності суб'єктами управління через визначення порядку формування переліку об'єктів державної власності, які мають стратегічне значення для економіки й безпеки країни;
- втілення принципу чітких цілей діяльності суб'єктів господарювання шляхом затвердження порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності;
- оприлюднення, відповідно до принципу функціонування при дотриманні транспарентності запровадження системи електронного звітування Prozvit, річних зведених звітів про управління об'єктами власності, що охоплюють діяльність 100 найбільших державних підприємств в Україні, публікація реєстру контрактів, укладених із керівниками суб'єктів господарювання державного сектору економіки.

Отже, на загальнодержавному рівні в Україні створено стратегічні інституціональні передумови забезпечення ефективності діяльності державних підприємств і тим самим закладено законодавчі підвалини зниження ризиковості їхньої діяльності.

Водночас за посилення кризових явищ в економіці, що спричинені як пандемією, так і іншими факторами невизначеності, котрі виступають ключовими та можуть призводити до виникнення фіскальних ризиків від діяльності державних підприємств, важливим є пошук витоків такої ситуації. Вони можуть знайти рішення шляхом проведення інституціонального аналізу нормативного забезпечення діяльності державних підприємств, спрямованого на виділення рівнів регулювання, ідентифікацію проблемних аспектів та визначення напрямів їх подолання в умовах невизначеності.

¹ Деякі питання проведення аудиту суб'єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 04.06.2015 № 390. URL: <https://www.kmu.gov.ua/pras/248248066>.

² Про схвалення Стратегії модернізації системи бухгалтерського обліку та фінансової звітності в державному секторі на період до 2025 року : розпорядження Кабінету Міністрів України від 20.06.2018 № 437-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/437-2018-%D1%80#Text>.

³ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 16.07.1999 № 996-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text>.

У ході дослідження було систематизовано нормативно-правові акти з питань регулювання діяльності державних підприємств задля оцінки їх ефективності й відповідності стратегічним цілям державної політики у сфері реформування державного сектору (додаток 9.2). Зроблено висновок, що інституціональне середовище діяльності державних підприємств є ґрунтовним, враховує рекомендації міжнародних організацій, зокрема ОЕСР; наявні цілі та засоби загальнодержавної політики реформування діяльності державних підприємств; відбувається вдосконалення національного нормативно-правового забезпечення.

Утім, існують передумови й виклики продовження процесу вдосконалення регулювання державних підприємств. Передусім слід наголосити на великій кількості нормативно-правових документів із питань управління об'єктами державної власності та корпоративними правами держави, приватизації й передання права державної та комунальної власності, дивідендної політики держави, транспарентності діяльності державних підприємств. Це призводить до невпевненості щодо чинності деяких положень, колізійних норм; частих змін та прийняття нових нормативних актів; розгалуженості системи суб'єктів управління державними підприємствами.

Крім того, пріоритети державної політики в різних сферах, зокрема щодо реформи "Ефективні державні підприємства", зазнали коригування, щоб не допустити поширення захворювання COVID-19. Так, у 2020 р. Кабінетом Міністрів України було прийнято постанову "Про затвердження Державної програми стимулювання економіки для подолання негативних наслідків, спричинених обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню і поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2, на 2020–2022 роки"¹ та постанову про внесення до неї змін². Метою державної програми стало "впровадження протягом 2020–2022 років комплексної системи нових можливостей стабілізації та сталого розвитку економіки України і підвищення рівня зайнятості населення шляхом збереження існуючих і стимулювання створення нових високопродуктивних робочих місць з гідними умовами праці"³.

На виконання вказаної програми розроблено план заходів щодо подолання негативних наслідків, пов'язаних із COVID-19 (короткострокові ініціативи та заходи

¹ Про затвердження Державної програми стимулювання економіки для подолання негативних наслідків, спричинених обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню і поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2, на 2020–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 27.05.2020 № 534. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/534-2020-%D0%BF#n8>.

² Про внесення зміни до плану заходів з виконання Державної програми стимулювання економіки для подолання негативних наслідків, спричинених обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню і поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2, на 2020–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 17.11.2021 № 1194. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1194-2021-%D0%BF#Text>.

³ Про затвердження Державної програми стимулювання економіки для подолання негативних наслідків, спричинених обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню і поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2, на 2020–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 27.05.2020 № 534. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/534-2020-%D0%BF#n8>.

з підтримки економіки за секторальними й функціональними напрямками), а також очікувані результати виконання програми та фактичні значення індикаторів. Більше того, у 2020 р. прийнято Закон України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на забезпечення додаткових соціальних та економічних гарантій у зв’язку з поширенням коронавірусної хвороби (COVID-19)”, яким внесено зміни до Податкового кодексу України, Цивільного процесуального кодексу України, законів України “Про зайнятість населення”, “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні”, “Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності” та низки інших нормативно-правових актів¹. У цей період також були вніормовані питання забезпечення трудових прав працівників державних підприємств².

Утім, незважаючи на низку нормативних актів, прийнятих задля подолання негативних наслідків, спричинених обмежувальними заходами щодо запобігання виникненню та поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, у 2020 р. із 3357 державних підприємств працювало лише 1477, або 44 %, а серед працюючих лише 53 % були прибутковими³. Останні дані про кількість державних підприємств, наявні в публічному просторі, за 2021 р. Тоді фінансові плани на 2021 р. було затверджено лише 1 391 підприємству державного сектору, із них звітували про їх виконання (за затвердженими та незатвердженими фінансовими планами) 1 056 підприємств (76 %). За результатами цих звітів працювало 779 підприємств, або 56 % підприємств, що мали затверджені фінансові плани на 2021 р., при цьому частка прибуткових підприємств становила лише 16,6 %.

Високий рівень збитковості спричиняє чималі фінансові й соціальні ризики. Крім того, підприємствам надається значна пряма та непряма державна підтримка, що збільшує ризиковість їхньої діяльності. Така ситуація зумовлює потребу в пошуку інституціональних механізмів управління державними підприємствами, оптимальних для функціонування державного сектору економіки.

Мінімізація ймовірного негативного впливу діяльності державних підприємств у складній економічній ситуації, пов’язаній із подоланням негативних наслідків, спричинених COVID-19, і посиленням викликів, зумовлених повномасштабною агресією, може бути забезпечена шляхом удосконалення інституціонального підґрунтя на макро- й мікрорівні, що здатне істотно поліпшити показники державного

¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на забезпечення додаткових соціальних та економічних гарантій у зв’язку з поширенням коронавірусної хвороби (COVID-19) : Закон України від 30.03.2020 № 540-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/540-20#Text>.

² Деякі питання забезпечення трудових прав державних службовців, працівників державних органів, підприємств, установ та організацій на час встановлення карантину у зв’язку із загостренням ситуації, пов’язаної з поширенням випадків гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2 : постанова Кабінету Міністрів України від 25.03.2020 № 256. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/256-2020-%D0%BF#Text>.

³ Річні зведені основні фінансові показники виконання фінансових планів підприємств державного та комунального сектору економіки / М-во економіки України. URL: <https://data.gov.ua/dataset/f79103d9-7aec-4eb2-9217-df561b9e0c38>.

бюджету. Але цьому має передувати критичний аналіз інформаційного забезпечення управління державними підприємствами з урахуванням невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19.

Діяльність державних підприємств регулюється законодавством, спільним для всіх суб'єктів господарювання в Україні, а також окремим законодавством, призначеним для суб'єктів державного сектору. Бухгалтерський облік на державних підприємствах ведеться відповідно до Закону України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” (далі – Закон)¹.

Як зазначалося, згідно із Законом, підприємства, що становлять суспільний інтерес, складають фінансову звітність та консолідовану фінансову звітність за міжнародними стандартами (ст. 12-1, п. 2 Закону). До таких підприємств, зокрема, належать великі підприємства, тобто ті, чиї показники на дату складання річної фінансової звітності за рік, що передує звітному, відповідають щонайменше двом із таких критеріїв: балансова вартість їхніх активів становить понад 20 млн євро; чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – понад 40 млн євро; середня кількість працівників – понад 250 осіб (ст. 2 Закону)². До суб'єктів суспільного інтересу включено й великі державні підприємства як такі, що відповідають наведеним критеріям.

Зауважимо, що фінансова звітність, складена за МСФЗ, є звітністю загального призначення та відповідно надає загальну фінансову інформацію про суб'єкта господарювання, що звітує. Тобто її корисність спрямована на задоволення інформаційних потреб насамперед дійсних і потенційних інвесторів та інших зовнішніх користувачів, тобто тих, хто не має доступу до інформації бухгалтерського обліку підприємства.

У Концептуальній основі фінансової звітності наводяться певні застереження щодо її застосування. Зокрема, зазначається, що управлінському персоналу суб'єкта господарювання (фінансовому управлінському персоналу та керівній раді) не варто покладатися на фінансову звітність загального призначення, оскільки необхідна фінансова інформація для обґрунтування рішень може бути отримана з внутрішніх джерел підприємства. Стосовно регуляторних органів підкреслено, що фінансова звітність загального призначення не спрямована безпосередньо на їхні інформаційні потреби, хоча й може бути корисною для них³. Тож така звітність не повною мірою відповідає запитам користувачів, які визначають стратегічні напрями діяльності компанії, ухвалюють поточні управлінські рішення або здійснюють нагляд за діяльністю підприємства (Ловінська, 2021).

Таким чином, згідно з трактуванням у згаданому документі сфери застосування звітності загального призначення, складеної за МСФЗ, на державних підприємствах вона, попри всю корисність, має певні обмеження в обґрунтуванні управлін-

¹ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 16.07.1999 № 996-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.

² Там само.

³ Концептуальна основа фінансової звітності від 01.09.2010. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_009.

ських рішень, а поточний облік, що спрямований на отримання такої звітності та відповідно до сучасної концепції управління є обслуговуючою функцією, не повною мірою виконує свої завдання (Ловінська, 2021).

Такі обставини зумовили низку перешкод на шляху впровадження МСФЗ на державних підприємствах, пов'язаних із недосконалістю чинного законодавства. Питанням регулювання бухгалтерського обліку на державних підприємствах в Україні присвячено лише один нормативний документ – Положення про порядок бухгалтерського обліку окремих активів та операцій підприємств державного, комунального секторів економіки і господарських організацій, які володіють та/або користуються об'єктами державної, комунальної власності, затверджене наказом Міністерства фінансів України від 19.12.2006 № 1213 (далі – Положення 1213)¹. Про порядок застосування МСФЗ у ньому зазначено: “Підприємства, які відповідно до законодавства складають фінансову звітність за міжнародними стандартами фінансової звітності, можуть застосовувати норми цього Положення, якщо вони не суперечать міжнародним стандартам фінансової звітності”. Статус цього документа свідчить про обов'язковий, а не рекомендаційний характер його норм. Тож проблем у разі невідповідності норм Положення 1213 нормам МСФЗ не існує: застосовуються норми МСФЗ, оскільки в Положенні 1213 є норма, яка це правило встановлює. Однак ця норма не скасовує труднощі в застосуванні МСФЗ. Деякі положення іншого законодавства, яке забезпечує правове регулювання господарської діяльності державних підприємств та за статусом превалює над нормативними актами, затвердженими наказами Міністерства фінансів України, створюють перешкоди в частині застосування окремих норм МСФЗ (Ловінська, 2020). За статусом це закони України, постанови й розпорядження Кабінету Міністрів України.

Такі незбіги виявив порівняльний аналіз МСФЗ і законодавства України, у рамках котрого мають застосовуватися стандарти. Наведемо приклади операцій, щодо яких існують суперечливі підходи в МСФЗ та нормативно-правових актах. Зокрема, це:

- розрахунок резерву сумнівних боргів поточної дебіторської заборгованості;
- списання об'єктів державної власності, якими є об'єкти незавершеного будівництва, матеріальні активи, що відповідно до законодавства визнаються основними фондами (засобами), іншими необоротними матеріальними активами;
- формування витрат, що включаються у фінансовий план підприємства та відображаються в обліку операційної діяльності відповідно до МСФЗ (на капітальні інвестиції, відрахування до резерву сумнівних боргів тощо).

Слід зазначити, що в низці випадків невідповідність норм господарського законодавства, яке регулює діяльність державних підприємств України, вимогам

¹ Положення про порядок бухгалтерського обліку окремих активів та операцій підприємств державного, комунального секторів економіки і господарських організацій, які володіють та/або користуються об'єктами державної, комунальної власності : затв. наказом Міністерства фінансів України від 19.12.2006 № 1213. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE13237.html.

МСФЗ потребує обов'язкового врегулювання, адже вона зумовлена застарілою термінологією й підходами цього законодавства. Проте здебільшого причини відмінностей пов'язані з особливостями економіки державного сектору, характером діяльності державних підприємств.

Водночас методологія бухгалтерського обліку за МСФЗ має істотний вплив на деякі фінансові механізми, закріплені законодавчо (Ловінська, 2020). Такий вплив може бути як позитивним, так і негативним. Є випадки, коли використання методології бухгалтерського обліку зводило нанівець мету прийняття певного закону або дію його окремої норми, створювало умови для маніпулювання нормами закону при його застосуванні.

Наприклад, використання методології бухгалтерського обліку витрат за МСФЗ у регулюванні цін і тарифів на певні групи товарів та послуг, що виробляються, зокрема, й на державних підприємствах, дає змогу довільно визначати структуру витрат та не обмежувати їх величину (Білоусова, 2017).

Фінансовий менеджмент має прямий вплив на склад і оцінку витрат за МСФЗ. Якраз МСФЗ на це орієнтовані. Мета їх застосування в такому аспекті – оптимізація витрат та фінансового результату. Водночас регулювання цін і тарифів на державні послуги повинне враховувати соціальні фактори, які впливають на склад і величину витрат у протилежному напрямку.

Величина витрат підприємства регулюється відповідно до МСФЗ шляхом:

- визначення вартісного критерію віднесення активів до необоротних;
- вибору методу нарахування амортизації необоротних активів;
- визначення методики оцінки запасів та нематеріальних активів при оприбуткуванні;
- вибору методу оцінки запасів;
- визначення порядку створення резерву сумнівних боргів;
- вибору методу списання малоцінних і швидкозношуваних предметів тощо.

Маніпулюючи підходами до обчислення витрат, підприємства можуть довільно визначати їх склад та вартість. Наслідком цього може бути перерозподіл витрат між звітними періодами, зміна суми фінансового результату.

Тож запровадження МСФЗ в облік державних підприємств і застосування їх у фінансових механізмах державного регулювання, попри весь позитив, може мати непередбачувані наслідки – викривлення фінансового результату, ухилення від оподаткування, негативні соціально-економічні ефекти.

У цьому контексті можна стверджувати, що для з'ясування фінансового результату державного підприємства необхідно встановити правила, які регулюватимуть склад і величину витрат. Важливо врахувати: якщо за МСФЗ витрати – зменшення активів або збільшення зобов'язань, наслідком чого є зменшення власного капіталу, крім як завдяки здійсненню розподілу держателів вимог до власного капіталу, то для суб'єкта державного сектору це визначення має бути уточнене з огляду на місію, функції й завдання державних підприємств у національній економіці та суспільстві (Ловінська, 2020).

Окрім наведеного, є ще питання фундаментального характеру, вирішення яких має значення для успішного застосування МСФЗ на державних комерційних підприємствах. Наприклад, нез'ясованими повною мірою для державних підприємств є: трактування економічної вигоди в контексті корисності активів; економічна природа ризиків для підприємств критичної інфраструктури та оборонної промисловості в контексті створення забезпечень як окремого об'єкта бухгалтерського обліку; економічні засади переоцінки активів, сутність справедливої й поточної вартості активів за відсутності ринку таких активів у межах країни та за кордоном тощо (Ловінська, 2020).

Викладене розкриває проблеми практичного застосування МСФЗ в обліку державних підприємств, які, з одного боку, створюють перешкоди на шляху запровадження стандартів, а з другого – призводять до виникнення фіскальних ризиків від їх запровадження. При цьому фіскальні ризики зумовлені саме асиметрією інформації фінансової звітності, тобто недостатнім з погляду на управлінські потреби обсягом інформації, або її викривленням.

Однак щодо інформаційного забезпечення управління державними підприємствами є ще один важливий аспект дослідження. Він пов'язаний з оцінкою чинної системи фінансового планування, тому що саме через фінансовий план суб'єкт управління доводить завдання та показники діяльності, яких має бути досягнуто державним підприємством.

Джерелами фінансового забезпечення діяльності державних підприємств виступають власні кошти та залучені, зокрема кошти державного бюджету України. Тож ефективність використання вкладених державою фінансових ресурсів зумовлює потребу у створенні належної системи фінансового й майнового регулювання, спрямованого на забезпечення контролю за формуванням і використанням фінансових ресурсів.

Формування ефективної політики управління та контролю за діяльністю державних підприємств на загальнодержавному й локальному рівнях визначається розмежуванням реалізації функцій планування. Фінансове планування на макрорівні виконує регулюючу та контрольну функції, а на локальному рівні – контрольну й операційну.

Регулююча функція здійснюється виконавчими органами державної влади. Регулювання діяльності державних підприємств необхідно проводити з метою дотримання відповідних надходжень до бюджету, зниження підприємницького ризику, підвищення стабільності суб'єктів господарювання та економіки країни в цілому. Тобто регулююча функція реалізується через планування нормативних показників, які підлягають обов'язковому виконанню.

Контрольна функція фінансових планів полягає в забезпеченні контролю за показниками, що впливають на стан виконання плану загалом і на нормативні показники, що визначають цільовий результат діяльності підприємств, зокрема. Коло показників, які підлягають контролю, має бути ширшим, ніж обов'язкові нормативні показники, оскільки їх поточне коригування дає змогу в оперативному порядку досягти поставлених цілей.

Операційна функція фінансового планування полягає в тому, що, орієнтуючись на окремі показники фінансового плану, управлінський персонал може приймати виважені управлінські рішення щодо збалансованості доходів та витрат підприємства, напрямів підвищення ефективності діяльності, перерозподілу й ефективного використання фінансових ресурсів, необхідних для господарської діяльності.

У контексті реалізації регулюючої функції в Україні на державному рівні розроблено відповідне нормативно-правове забезпечення. Фінансове планування державного підприємства регулюється Господарським кодексом України. Відповідно до ст. 75 “Особливості господарської діяльності державних комерційних підприємств” Господарського кодексу України, державні комерційні підприємства зобов’язані приймати та виконувати державні замовлення, враховувати їх при формуванні виробничої програми, а також складати і виконувати річний та з поквартальною розбивкою фінансовий план на кожен наступний рік, відповідно до якого підприємства отримують доходи і здійснюють видатки, визначають обсяги та спрямування коштів для виконання своїх функцій протягом року відповідно до установчих документів¹.

Безпосередньо фінансове планування регулюється Порядком складання, затвердження та контролю виконання фінансового плану суб’єкта господарювання державного сектору економіки, затвердженим наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 02.03.2015 № 205 (далі – Порядок). Цим документом передбачено форму фінансового плану, яка містить основні фінансові показники, розрахунок фінансового результату, податки й платежі до бюджетів, рух грошових коштів, капітальні інвестиції, коефіцієнтний аналіз, іншу інформацію². Разом із проектом фінансового плану державне підприємство, як встановлено Порядком, обов’язково надає пояснювальну записку, де результати діяльності планового року порівнюються з результатами поточного та попереднього років.

Фінансовий план / звіт про виконання фінансового плану підприємства (додатки 1 і 3 до Порядку) складаються на методологічних засадах, визначених національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку, МСФЗ і відповідною обліковою політикою, згідно з якими підприємство складає свою фінансову звітність. Фінансова інформація, що не є складовою фінансової звітності, формується на методологічних засадах, які застосовуються підприємством відповідно до законодавства, податкової та статистичної звітності³.

Важливим позитивним моментом урегулювання планування і звітування з виконання плану державних підприємств є те, що в законодавстві закладено підхід, який передбачає формування планової та звітної інформації за методологією національних стандартів і МСФЗ, що забезпечує порівнянність поставлених цілей та досягнутих завдань.

¹ Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV (зі змінами і доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>.

² Порядок складання, затвердження та контролю виконання фінансового плану суб’єкта господарювання державного сектору економіки : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 02.03.2015 № 205. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0300-15#Text>.

³ Там само

У цьому контексті підкреслимо, що система техніко-економічних показників, створена для планування діяльності підприємств у радянський період, має свої переваги, зокрема комплексно характеризує підприємство в плановому періоді саме в аспекті виробничо-господарської діяльності. Проте аналіз фактичного досягнення цих показників практично не дає відповіді на запитання, які ризики виникають перед підприємством, яким є рівень стійкості розвитку підприємства, наскільки ймовірна негативна динаміка його фінансового стану тощо.

Отже при реалізації кожної функції вагоме місце належить нормативним показникам, обов'язковим до виконання, котрі підлягають особливому контролю з боку держави як власника та інвестора, а також слугують базою для розрахунку внутрішніх показників діяльності, необхідних для поточного внутрішнього контролю з метою координації діяльності підприємства управлінським персоналом.

Виходячи з цього, важливим аспектом фінансового планування на державних підприємствах як елементу механізму контролю за їхньою діяльністю є визначення відповідних нормативних показників. Вони мають бути пов'язані з ключовими нормативними показниками, враховувати особливості діяльності кожного державного підприємства й не підлягати жорсткому фінансовому контролю регулятора. Так, якщо підприємство в цілому виконує план за обов'язковими нормативними фінансовими показниками, то його витрати в розрізі окремих компонентів можна віднести до внутрішніх управлінських показників, котрі можуть бути перевищені за окремими позиціями. Те саме стосується й контролю за грошовими потоками в розрізі окремих видів діяльності; капітальних інвестицій, що сприяють оновленню та збільшенню виробничих потужностей, необхідних для ефективної діяльності компаній; показників рентабельності й фінансової стійкості підприємства тощо.

Отже, постає потреба у виокремленні нормативних показників, обов'язкових до виконання державними підприємствами. Пропозиції щодо виокремлення таких показників ґрунтуються на врахуванні положень нормативно-правового забезпечення діяльності державних підприємств.

Так, згідно зі ст. 75 Господарського кодексу України, встановленими показниками, що виконуються відповідно до фінансового плану, є: прибуток (дохід); суми коштів, які направляються державі як власнику і зараховуються до державного бюджету України (*далі* – держдивіденди)¹.

Порядком передбачено подібні обов'язкові показники, що виконуються відповідно до фінансового плану: чистий дохід, валовий прибуток (збиток), показник EBITDA, чистий фінансовий результат². Згідно з Порядком здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріями визначення ефективності управління об'єктами державної власності, до показни-

¹ Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436#15>.

² Порядок складання, затвердження та контролю виконання фінансового плану суб'єкта господарювання державного сектору економіки: затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 02.03.2015 № 205. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0300-15#Text>.

ків фінансово-господарської діяльності та виконання фінансових планів належать: обсяги (темпи зростання) чистого доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); обсяг чистого прибутку (збитку); частина прибутку (доходу), що перераховується до державного бюджету; дивіденди, нараховані на акції (частки), що належать державі в статутному капіталі господарських товариств; обсяг капітальних інвестицій (порівняно із затвердженими обсягами згідно з фінансовими планами суб'єктів господарювання); розмір і структура дебіторської та кредиторської заборгованостей (порівняно з показниками на початок звітного періоду)¹.

Аналогічні показники щодо виконання фінансових планів (за винятком останнього), що враховуються при визначенні критеріїв ефективності управління об'єктами державної власності, рекомендовано відповідними методичними рекомендаціями, а саме: обсяги (темпи зростання) чистого доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); обсяг чистого прибутку (збитку), відрахувань частини чистого прибутку до державного бюджету; обсяг відрахувань на виплату дивідендів, нарахованих на акції (частки), що належать державі в статутному капіталі господарських товариств; обсяг капітальних інвестицій (порівняно із затвердженими обсягами згідно з фінансовими планами суб'єктів господарювання); зміна розміру чистого прибутку (збитку)².

Наведений аналіз дає змогу з'ясувати перелік фінансових показників, які державне підприємство повинне виконувати в обов'язковому порядку згідно із зазначеними нормативними актами, як-от: чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); чистий прибуток (збиток); похідна від чистого прибутку – частина чистого прибутку (доходу), що перераховується до державного бюджету (держдивіденди).

Загалом, визнаючи важливість виконання фінансового плану державними підприємствами за наведеним переліком, слід наголосити, що в умовах нестабільності й невизначеності, спричинених, зокрема, подоланням наслідків пандемії, посилених військовою агресією, ефективність фінансового планування залежить від впливу зовнішніх факторів інституціонального, методологічного та соціального характеру. Передусім це стосується застосування показника абсолютного розміру чистого доходу. Аналіз зведених показників виконання фінансових планів підприємствами державного сектору економіки за 2019–2020 рр. засвідчив значні відхилення фактичного виконання від планових показників за цим показником (-7,7 і -9,9 % відповідно) (табл. 9.1)³.

¹ Про затвердження Порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності : постанова Кабінету Міністрів України від 19.06.2007 № 832. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0314665-07#Text>.

² Про затвердження Методичних рекомендацій застосування критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності : наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 15.03.2013 № 253. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0253731-13#Text>.

³ Фінансове планування підприємств / М-во економіки України. URL <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&tag=FinansovePlanuvannia&id=00bbb5f0-cea4-4438-ab49-3e1cef452d14&pageNumber=2>.

Таблиця 9.1

Виконання плану доходів загального фонду державного бюджету у 2020 р., млрд грн

Структура доходів	План бюджету на 01.01.2020	Обсяг уточнення планових показників за рік	Надходження	Виконання плану доходів
ПДВ із вироблених товарів з урахуванням бюджетного відшкодування	96,7	-19,2	117,7	40,2
ПДВ з увезених товарів	349,5	-45,7	274,1	-29,7
Податок та збір на доходи фізичних осіб	129,4	-18,1	117,3	6,0
Податок на прибуток підприємств	118,9	-20,7	95,8	-2,4
Акцизний податок	81,1	-12,7	73,2	4,8
Частина чистого прибутку та дивіденди	45,1	27,1	70,7	-1,5
Рентна плата за користування надрами	47,8	-20,5	26,2	-1,1

Складено за: Річний звіт про виконання Закону України “Про Державний бюджет України на 2020 рік” / М-во фінансів України. 2020. URL: <https://mof.gov.ua/uk/current-year-budget-information>; Інформація про фінансові ризики та їх вплив на показники державного бюджету в 2022 році : презентація / М-во фінансів України. 2022. URL: <https://mof.gov.ua/uk/budget-policy>.

Перевищення плану надходжень до загального фонду державного бюджету зумовлене сплатою підприємствами таких платежів: ПДВ з вироблених в Україні товарів з урахуванням бюджетного відшкодування (на 40,2 млрд грн, або на 51,8 %, за зменшення плану на 19,2 млрд грн); податку на доходи фізичних осіб та військового збору (на 6 млрд грн, або на 5,4 %, за зменшення плану на 18,1 млрд грн); акцизного податку з вироблених в Україні підакцизних товарів (на 4,8 млрд грн, або на 7,6 %, за зменшення плану на 12,7 млрд грн)¹. Причиною таких відхилень стали необґрунтовані дані щодо збуту, обсягу окремих складових витратної частини, занижені терміни погашення дебіторської заборгованості, надмірні потреби у фінансуванні, що виступає головною проблемою при складанні фінансових планів державних підприємств.

Отже, провадження діяльності в умовах невизначеності й нестабільності не дає можливості скласти якісні фінансові плани державних підприємств. Адже обґрунтованість прогнозних показників залежить не тільки від якості модельного апарату, що використовується, а й від уміння фахівців повною мірою враховувати вплив факторів зовнішнього середовища.

Проблемним аспектом при складанні фінансових планів є брак оперативності, оскільки економічні служби державних підприємств готують чимало не придатних для фінансового аналізу документів, що за відсутності належної комунікації між

¹ Пояснювальна записка до звіту про виконання Закону України “Про Державний бюджет України на 2020 рік” / М-во фінансів України. 2020. URL: <https://mof.gov.ua/uk/current-year-budget-information>.

відділами призводить до викривлення інформації та втрати оперативності на етапі підготовки фінансового плану, унаслідок чого такий план стає неактуальним. Тому в умовах нестабільності економічної ситуації коригування фінансових планів із відповідним обґрунтуванням необхідних змін доцільно проводити щоквартально, а не двічі на рік, як це передбачено чинним законодавством.

Окрім нестабільності зовнішнього середовища, на фінансове планування впливають інституціональні чинники. Слід зазначити, що “чистий дохід” виступає базовим показником і за коректного використання прогностичного апарату може бути розрахований досить точно. Водночас показник “чистий прибуток” залежить від облікової політики, правил її формування згідно з вимогами МСФЗ, які, у свою чергу, не обмежують підприємства у витратах, зокрема на амортизацію, при формуванні резерву сумнівних боргів тощо. Тому при плануванні цього показника має бути повною мірою враховано правила бухгалтерського обліку підприємствами, що застосовують МСФЗ.

Також при плануванні витратної частини фінансового плану, яка безпосередньо впливає на фінансовий результат (що є похідним від доходу й витрат), слід врахувати певні особливості діяльності державних підприємств. З одного боку, такі підприємства є самостійними суб'єктами господарювання та на них поширюються всі норми МСФЗ, з другого – їхня діяльність підпадає під вимоги державного контролю за ефективністю використання державного майна. Для врахування цих особливостей у ході дослідження ідентифіковано основні суперечності, які виникають у державних підприємств, між нормами й правилами МСФЗ та положеннями національного законодавства. Розглянемо їх нижче.

Застосування в плануванні та обліку державних підприємств МСФЗ дає змогу отримувати певний зріз інформації, на основі якої можна використовувати сучасний інструментарій економічного аналізу, котрий посилює аргументованість управлінських рішень. Наприклад, до складу показників фінансового плану державного підприємства включено показник “EBITDA” (прибуток до вирахування відсотків, нарахованих податків та суми зносу й амортизації), що відображає фінансовий результат підприємства, нівелюючи вплив структури капіталу (тобто відсотків, виплачених за залученими фінансовими ресурсами), фінансових ставок і амортизаційної політики. Переваги EBITDA полягають у тому, що він уможливує проведення аналізу операційної діяльності підприємства, віддачі інвестицій, а також порівняння ефективності підприємств однієї галузі з різною структурою капіталу (табл. 9.2).

Як свідчать дані табл. 9.2, за період поширення пандемії COVID-19 чистий дохід і фінансовий результат переважної більшості досліджених суб'єктів господарювання державного сектору економіки істотно знизилися.

Наступним моментом є те, що використання МСФЗ для державних підприємств не встановлює обмежень будь-яких видів витрат. Водночас при оцінці методології планування діяльності державних підприємств та її нормативного врегулювання потрібно врахувати, що на сьогодні під час складання фінансового плану державне підприємство має дотримуватись обмежень щодо витрат, які встановлені

Таблиця 9.2

Динаміка ключових показників фінансового плану суб'єктів державного сектору
в період невизначеності, тис. грн

№ з/п	Суб'єкт державного сектору	Чистий дохід	Валовий прибуток	EBITDA	Чистий фінансовий результат
1	АТ "НАК "НАФТОГАЗ УКРАЇНИ"				
	2019 р.	178 349 399	31 041 345	31 108 132	50 658 211
	2020 р.	121 058 717	-827 014	-757 976	-18 001 701
2	ДП "НАЕК "Енергоатом"				
	2019 р.	48 846 595	11 569 338	19 602 198	3 773 641
	2020 р.	45 648 563	6 837 155	4 102 206	-4 845 208
3	ДП "Міжнародний аеропорт "Бориспіль"				
	2019 р.	4 476 477	2 267 257	2 436 203	1 532 861
	2020 р.	2 070 843	-421 282	-164 972	-1 482 213
4	ДП "Антонов"				
	2019 р.	5 998 663	1 588 676	1 119 156	447 983
	2020 р.	7 513 302	2 894 456	1 548 111	1 071 816
5	АТ "Турбоатом"				
	2019 р.	2 822 845	996 714	734 178	314 065
	2020 р.	1 465 531	287 375	223 628	226 534

Складено за: Державні підприємства в Україні: ефективність бізнес-моделей : аналіт. матеріали / Український ін-т майбутнього. 2021. URL: <https://uifuture.org/publications/derzhavni-pidpryyemstva-v-ukrayini-efektyvnist-biznes-modelej/>.

постановою Кабінету Міністрів України "Про стан фінансово-бюджетної дисципліни, заходи щодо посилення боротьби з корупцією та контролю за використанням державного майна і фінансових ресурсів" від 29.11.2006 № 1673 (далі – Постанова № 1673). При визначенні граничного рівня витрат слід керуватися нормами п. 13¹:

"а) граничний обсяг... витрат вираховується за результатами попереднього звітного року, на:

оплату консалтингових послуг на рівні не більш як 1,5 відсотка обсягу чистого прибутку;

страхування (крім витрат на державне соціальне страхування, обов'язкове страхування та страхування відповідно до міжнародних договорів) на рівні не більш як 1,5 відсотка обсягу чистого прибутку, а також обмеження максимального розміру страхового тарифу;

¹ Про стан фінансово-бюджетної дисципліни, заходи щодо посилення боротьби з корупцією та контролю за використанням державного майна і фінансових ресурсів : постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 № 1673. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1673-2006-%D0%BF/print>.

представницькі заходи та рекламу на рівні не більш як 0,5 відсотка обсягу чистого прибутку;

б) обмеження витрат на придбання та утримання легкових автотранспортних засобів, зокрема з урахуванням того, що їх використання повинне здійснюватися тільки з метою поїздок, пов'язаних із службовою діяльністю посадових осіб суб'єктів господарювання;

в) суму витрат на благодійну, спонсорську та іншу допомогу суб'єктів господарювання, державна частка у статутному капіталі яких перевищує 50 відсотків, у розмірі не більш як 1 відсоток обсягу чистого прибутку (за результатами попереднього звітного року)".

Порівняльний аналіз наведених обмежень витрат державних підприємств і норм МСФЗ, які справляють вплив на величину витрат та щодо яких приймається професійне судження, показав, що між ними немає жодного збігу. Зазначене свідчить про наявність у законодавстві для державних підприємств можливості маніпулювання витратами. Останні зміни стосовно обмеження витрат внесено до Постанови № 1673 у 2015 р. Тимчасом як зміни щодо застосування МСФЗ суб'єктами суспільного інтересу, до яких належать великі державні підприємства, внесено до Закону України "Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні" у 2017 р. Тож на часі – перегляд підходів, закладених у наведеній постанові, розроблення концепції управління витратами державних підприємств та внесення відповідних змін до законодавства.

Ця думка підтверджується результатами ревізій фінансово-господарської діяльності державних підприємств, проведених Державною аудиторською службою України. Особливо багато порушень виявлено в енергетичній і добувній галузях¹. Як приклад розглянемо колізію, що виникла з АТ "Укртрансгаз" та його філіями. Державною аудиторською службою було встановлено, що за період з 1 січня 2017 р. до 30 вересня 2018 р. АТ "Укртрансгаз" за згодою ПАТ "НАК "Нафтогаз України", яке є його засновником і єдиним акціонером, не вважало себе суб'єктом господарювання державного сектору економіки, через що порушувало відповідні рішення Уряду щодо порядку погодження й затвердження фінансових планів на 2017 і 2018 рр.: ці плани було затверджено рішеннями загальних зборів акціонерів (акціонера) ПАТ "НАК "Нафтогаз України", а не Кабінетом Міністрів України. Попри заборону здійснювати витрати до затвердження фінансового плану в установленому порядку, АТ "Укртрансгаз" у I кв. 2017 р. здійснило таких витрат на суму 695,5 млн грн. При цьому суми витрат не враховували навіть обмежень, визначених

¹ Публічний звіт про діяльність Державної аудиторської служби України за 2019 рік. С. 29–37. URL: https://dasu.gov.ua/attachments/bd917f8b-429b-481c-943a-98dbca654cda_%D0%9F%D1%83%D0%B1%D0%BB%D1%96%D1%87%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%B7%D0%B2%D1%96%D1%82%20%D0%BF%D1%80%D0%BE%20%D0%B4%D1%96%D1%8F%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D1%96%D1%81%D1%82%D1%8C%20%D0%94%D0%B5%D1%80%D0%B6%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%BE%D1%97%20%D0%B0%D1%83%D0%B4%D0%B8%D1%82%D0%BE%D1%80%D1%81%D1%8C%D0%BA%D0%BE%D1%97%20%D1%81%D0%BB%D1%83%D0%B6%D0%B1%D0%B8%202019%20%D1%80%D1%96%D0%BA.pdf.

Постановою № 1673. Належність АТ “Укртрансгаз” до суб’єктів господарювання державного сектору економіки встановлено Господарським судом міста Києва в рішенні від 01.11.2018 у справі № 910/5710/17¹.

Наведемо ще один приклад неврахування вимог державними підприємствами щодо обмеження витрат. У ході перевірки Державною аудиторською службою АТ “Укрзалізниця” та його філій виявлено порушень на 11,8 млрд грн за період з 1 січня 2018 р. до 30 вересня 2019 р. При цьому з’ясовано, що пасажирські перевезення компанії є збитковими, а за приміські перевезення вона отримала лише 13 % відшкодування з бюджетів. Однак керівництво компанії призначило собі “непропорційно велику винагороду”. У 2018 р. середньомісячні витрати на оплату праці одного працівника загалом в АТ “Укрзалізниця” становили 10,4 тис. грн, водночас керівника та члена правління – 469,3 тис. грн, адміністративно-управлінського персоналу – 46 тис. грн².

Іншим суперечливим питанням, що виникає при застосуванні норм МСФЗ і Постанови № 1673, є заборона суб’єктам господарювання державного сектору економіки включати в розрахунок резерву сумнівних боргів суми поточної дебіторської заборгованості з терміном виникнення до півтора року³. Це суперечить не лише міжнародним, а й національним стандартам обліку та викривляє інформацію фінансової звітності державних підприємств. У такому разі порушується принцип обачності, оскільки у світовій практиці дебіторська заборгованість потрапляє до складу сумнівної після 90 днів прострочення платежів. Такий підхід, у супереч професійним стандартам, спричиняє викривлення інформації про фінансовий стан підприємств у бік його штучного покращення. А в умовах дії нової жорсткої моделі зменшення корисності фінансових активів, яка міститься в МСФЗ 9 “Фінансові інструменти”, дотриматися зазначеної заборони практично неможливо.

У разі перевищення витрат на формування резерву сумнівних боргів необхідно додатково наводити розшифровку причин їх збільшення з детальною характеристикою окремих дебіторів (або за їх групами), а також вимагати від підприємств надання плану заходів з управління дебіторською заборгованістю. Тому при складанні фінансових планів розрахункові планові показники щодо витрат, прибутку та інших обов’язкових індикаторів, які досить жорстко контролюються, слід визначати, використовуючи ті самі правила й принципи, що закладені нормами МСФЗ.

Отже, застосування показника “чистий прибуток”, який розрахований за нормами МСФЗ, у ролі нормативного планового показника, що підлягає контролю з боку держави, є дискусійним, адже при його застосуванні виникає дилема: або вносити зміни до норм національного законодавства, або виключити цей показник.

¹ Там само. С. 30–31.

² *Винокуров Я.* Державні аудитори виявили на Укрзалізниці порушень майже на 12 млрд грн. 2020. 6 трав. URL: <https://hromadske.ua/posts/derzhavni-auditori-viyavili-na-ukrзалізnicі-porushen-majzhe-na-12-mlrd-grn>.

³ Про стан фінансово-бюджетної дисципліни, заходи щодо посилення боротьби з корупцією та контролю за використанням державного майна і фінансових ресурсів : постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 № 1673. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1673-2006-п#Text>.

Дискусійним аспектом виступає й застосування вимоги визначити справедливую вартість основних засобів на дату першого застосування МСФЗ. Для державних підприємств проблема полягає в тому, що переоцінку основних засобів для цілей бухгалтерського обліку слід проводити з дозволу органу управління, тобто міністерства. Це вимагає різних погоджень, що, у свою чергу, може істотно ускладнити й затягнути процес такого оцінювання. Крім того, постає потреба в узгодженні з органами держуправління зменшення корисності, і це не завжди вдається встигнути зробити до дати складання фінансової звітності.

В окремих випадках підприємства стикаються з проблемою визнання відповідності деяких об'єктів основних засобів критеріям визнання активом. Подекуди неналежний стан таких об'єктів є наслідком несвоєчасних ремонтів. Адже проведення ремонтів основних засобів із заміною компонентів потребує затвердженого фінансового плану державного підприємства, оскільки заміна компонента прирівнюється до інвестицій. Без затвердженого фінансового плану не дозволяється інвестувати грошові кошти. Але здебільшого фінансові плани затверджують через кілька місяців після початку року, а ремонти основних засобів слід проводити в міру необхідності протягом усього періоду.

У разі потреби у списанні основних засобів також виникають проблеми. Відповідно до Порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності, державним підприємствам заборонено списувати майно без дозволу органів державного управління, який можна чекати досить довго (від одного до двох років)¹. У цьому випадку підприємства відкривають додаткові рахунки для відображення такого майна, що не завищують активи підприємств.

Наступним проблемним аспектом є питання, які стосуються методики нарахування державних дивідендів. Згідно з чинним законодавством, частина чистого прибутку (доходу), що відраховується державними унітарними підприємствами та їх об'єднаннями до державного бюджету за відповідний період, визначається, виходячи з обсягу чистого прибутку (доходу), розрахованого згідно з П(С)БО як підсумок суми чистого фінансового результату (прибутку) та суми капіталу в дооцінках, яка підлягає перенесенню до нерозподіленого прибутку. При цьому слід враховувати, що в такий підсумок також може бути включено частку нерозподіленого прибутку або невикористаних фондів, утворених унаслідок розподілу прибутку в обсязі, визначеному рішенням органу управління, за наявності фінансових ресурсів у підприємства за результатами фінансово-господарської діяльності починаючи з 1 січня 2019 р. у розмірі 90 %, з 1 січня 2020 р. – у розмірі 80 %². Винятки

¹ Про затвердження Порядку здійснення контролю за виконанням функцій з управління об'єктами державної власності та критеріїв визначення ефективності управління об'єктами державної власності : постанова Кабінету Міністрів України від 19.06.2007 № 832. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/832-2007-%D0%BF#Text>.

² Порядок відрахування до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу) державними унітарними підприємствами та їх об'єднаннями : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 23.02.2011 № 138. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/KP110138?an=101>.

встановлено Кабінетом Міністрів України й наведено в цьому Порядку. Для Державного концерну “Укроборонпром” частка відрахувань від чистого прибутку становить 30 %, для Державної міграційної служби – 45, для підприємств, що належать до сфери управління Міністерства енергетики та вугільної промисловості, – 40, для Міжнародного аеропорту “Бориспіль” – 40, для НАЕК “Енергоатом” – 30 %¹.

Такий методичний підхід до розрахунку частини чистого прибутку, що відраховується державі (держдивідендів), закладений чинним законодавством, повністю залежить від норм і правил, визначених МСФЗ, що створює певні фінансові ризики недоотримання бюджетних коштів унаслідок штучного завищення витрат. Тому методика нарахування держдивідендів підлягає вдосконаленню. Подальше вдосконалення фінансового планування діяльності державних підприємств потребує глибшого аналізу повноти та якості його інформаційного забезпечення, особливо в умовах впливу невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19, війною в Україні.

Як зазначалося, фінансовий план є однією з ключових інформаційних основ для управління фінансовими ризиками. Відповідно до постанови Кабінету Міністрів України “Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов’язаних з діяльністю суб’єктів господарювання державного сектору економіки” від 11.01.2018 № 7 (далі – Методика)², планування та оцінка впливу діяльності суб’єктів господарювання державного сектору на показники державного бюджету здійснюються, зокрема, й за даними фінансової звітності державних підприємств, а її достовірність, об’єктивність і релевантність забезпечуються даними бухгалтерського обліку (фінансового та управлінського). Проект фінансового плану державного підприємства наповнюється інформацією й доповнюється документами різного змісту (табл. 9.3).

Процес планування діяльності державних підприємств в умовах пандемії COVID-19 має свої особливості, пов’язані з потребою в нівелюванні дії фінансових ризиків на фінансовий стан суб’єкта господарювання. Досягти зменшення негативного впливу фінансових ризиків на стабільність показників державного бюджету можна шляхом:

- розроблення на загальнодержавному рівні та впровадження заходів із мінімізації ризиків у діяльності найбільш масштабних для економіки підприємств, зокрема монополістів;
- підвищення якості та продуктивності корпоративного управління через забезпечення дієвості й реальної незалежності наглядових рад і внутрішнього контролю;
- підвищення якості стратегічного планування та забезпечення результативних показників діяльності кожного підприємства;

¹ Порядок відрахування до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу) державними унітарними підприємствами та їх об’єднаннями : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 23.02.2011 № 138. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/KP110138?an=101>.

² Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов’язаних з діяльністю суб’єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

Таблиця 9.3

Джерела інформації для складання фінансового плану державного підприємства

№ з/п	Характеристика інформації	Джерело (документ)	Структура/зміст
1	Обліково-економічна	Фінансова звітність на останню звітну дату поточного року	Баланс (звіт про фінансовий стан) (форма № 1) (з розшифруванням статей балансу, що становлять більше 10 відсотків валюти балансу)
2			Звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід) (форма № 2)
3			Звіт про рух грошових коштів (форма № 3)
4			Звіт про власний капітал (форма № 4)
5	Інвестиційно-стратегічна	Стратегія розвитку підприємства	крім стратегій суб'єктів господарювання, що перебувають у процедурі банкрутства, а також щодо яких прийнято рішення про приватизацію, реорганізацію (реструктуризацію) чи передання в комунальну власність
6		Інвестиційний план підприємства	затверджений в установленому порядку на середньострокову перспективу (3-5 років)
7	Претензійно-позовна	Документ, що містить інформацію про наявність у судах загальної юрисдикції судових справ майнового характеру, стороною в яких є підприємство	
8		Відомості про стан виконання рішення суду або інших виконавчих документів, в яких зазначено суму, що підлягає сплаті або яку стягнуто на користь підприємства	
9		Документи, наслідки виконання яких матимуть вплив на фінансовий стан підприємства (за наявності)	
10	Інша управлінська інформація відповідно до запитів		

Складено авторами.

- посилення засад транспарентності процесу планування і звітування державних підприємств;
- оптимізації витрат кожного державного підприємства й розмірів державної підтримки;
- поглиблення суб'єктами управління моніторингу та аналізу виконання фінансового плану суб'єкта господарювання державного сектору економіки;
- посилення відповідальності керівної ланки державного підприємства за перманентну збиткову діяльність.

Наведене свідчить про те, що державні підприємства є вагомим джерелом фінансальних ризиків. Відповідно до ст. 2 Бюджетного кодексу України, фінансальні ризики – це чинники, “що можуть призводити до зменшення надходжень бюджету та/або потребувати додаткових витрат бюджету, відповідно спричинити збільшення дефіциту бюджету та державного (місцевого) боргу порівняно з плановими бюджетними показниками”¹. Очевидно, що наведене визначення не конкретизує

¹ Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>.

чинники впливу на надходження до державного чи місцевих бюджетів, зокрема й зумовлені якістю інформаційного забезпечення управлінських рішень, втілених у показниках фінансових планів державних підприємств або ухвалених на основі даних бухгалтерського обліку чи фінансової звітності державних підприємств.

Зауважимо, що проведені дослідження, яке обґрунтовує існування впливу на фінансові ризики якості бухгалтерської та планової інформації, не доводить необхідності внесення змін до бюджетного законодавства, але вказує на потребу в удосконаленні інформаційного забезпечення управління фінансовими ризиками державних підприємств.

Державні підприємства можуть створювати істотні фінансові ризики в межах сектору загального державного управління. Так, на думку експертів Міжамериканського банку розвитку, згадані ризики є найбільш очевидними в умовах постановки фінансових цілей на рівні країн, зокрема в частині планування бюджету (Ter-Minassian, 2017, с. 3).

Розглядаючи державні підприємства як суб'єкти ринкової економіки, зауважимо, що вони так само, як і приватні підприємства, вразливі до зовнішніх чинників, серед котрих:

- макроекономічні чинники (коливання попиту, зміна світових цін на сировину, зміни процентних ставок, доступності кредитів);
- чинники природного характеру (стихійні лиха, пандемія COVID-19);
- ризики техногенного характеру.

Основним викликом, що постає перед державними підприємствами, на відміну від приватних, є те, що при розробленні програм управління ризиками вони досить вагомо роль у нівелюванні впливу ризиків відводять державі й державним програмам підтримки. Цей чинник впливає на ефективність управління підприємствами з державною часткою власності (Ter-Minassian, 2017, с. 4).

На думку експертів МВФ, ключовими групами чинників, що призводять до фінансових ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств, є дохід, витрати, чистий фінансовий результат (табл. 9.4).

Таблиця 9.4

**Передумови виникнення фінансових ризиків,
спричинених діяльністю державних підприємств, у розрізі основних груп чинників**

Доходи	Витрати	Чистий фінансовий результат
Зміни в режимі оподаткування. Дивідендна політика підприємства. Кредитні ризики	Пільгові умови для державних підприємств. Скасування пільгових кредитних умов для державних підприємств. Додаткове фінансування державних підприємств для покриття потреб у забезпеченні операційної діяльності	Умовні зобов'язання державних підприємств. Переоцінка активів (може мати позитивний чи негативний вплив на величину чистого фінансового результату)

Джерело: (Baum et al., 2020, с. 9).

Дослідженню сутності, особливостей управління фінансовими ризиками, у т. ч. зумовленими діяльністю державних підприємств, присвячено праці багатьох українських і зарубіжних науковців. Основні питання, що висвітлюються авторами, можна згрупувати за напрямками:

- сутність, аналіз і оцінка фінансових ризиків (Єфименко, 2015; Гасанов, 2017; Wibowo, 2023; Wibowo et al., 2022 та ін.);
- фінансові ризики, спричинені діяльністю державних підприємств, в умовах пандемії COVID-19 (Іваницька, & Кошук, 2017; Третяк, & Медведкова, 2022; Глущенко, & Мельник, 2021; Anghel et al., 2022 та ін.);
- розвиток методичного інструментарію оцінки фінансових ризиків (Dappe et al., 2023 та ін.).

У наукових публікаціях, присвячених дослідженню фінансових ризиків, дедалі частіше обговорюється питання визначення методологічного підґрунтя та розроблення методичного інструментарію оцінки фінансових ризиків, пов'язаних із кліматичними змінами. Найповніше це питання висвітлено в праці “Оновлення балансу та кількісна оцінка фінансових ризиків від зміни клімату” (Updating the Balance Sheet and Quantifying Fiscal Risks from Climate Change), підготовлений за підтримки програми співробітництва Грузії з МВФ (Harris et al., 2022). Дослідження спрямоване на вироблення методології кількісної оцінки впливу кліматичних змін на фінансову політику. Тобто його авторами наголошується на необхідності включення екологічних чинників у перелік фінансових ризиків.

Ефективне управління фінансовими ризиками є об'єктом зацікавленості з боку глобальних фінансових інституцій (далі – ГФІ). Оскільки діяльність ГФІ пов'язана здебільшого з наданням фінансування урядам країн світу для підтримки реформ у сфері монетарної, фінансової, соціальної політики та покриття дефіциту бюджету, уніфікація підходів до управління фінансовими ризиками є пріоритетним завданням для ГФІ.

До ГФІ належать:

- на світовому рівні: Міжнародний валютний фонд¹; Група Світового банку²; Банк міжнародних розрахунків³;
- на регіональному рівні: Європейський банк реконструкції та розвитку⁴; Азійський банк розвитку⁵; Африканський банк розвитку⁶; Міжамериканський банк розвитку⁷ та ін.

Для цілей нашого дослідження розглянемо детальніше ініціативи у сфері управління фінансовими ризиками з боку ГФІ, які входять до групи світового рівня.

¹ International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Home>.

² World Bank Group. URL: <https://www.worldbank.org/en/home>.

³ Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org>.

⁴ European Bank for Reconstruction and Development. URL: <https://www.ebrd.com/home>.

⁵ Asian Development Bank. URL: <https://www.adb.org/>.

⁶ African Development Bank Group. URL: <https://www.afdb.org/en>.

⁷ Inter-American Development Bank. URL: <https://www.iadb.org/en>.

У структурі МВФ функціонує Департамент із фіскальних питань, до завдань якого також віднесено управління та оцінювання фіскальних ризиків на рівні держав. Основними видами робіт департаменту в цьому напрямі є:

- розроблення методичного інструментарію ідентифікації та оцінки фіскальних ризиків (у т. ч. тих, що зумовлені діяльністю державних підприємств);
- навчання представників урядів країн світу управління фіскальними ризиками;
- узагальнення результатів оцінки фіскальних ризиків на рівні держав, регіонів, світу.

Усебічний аналіз, розкриття фіскальних ризиків і управління ними – факторами, що можуть спричинити відмінність фіскальних результатів від очікувань, – необхідні для забезпечення сталості й резиліентності державних фінансів, макроекономічної стабільності та фіскальної прозорості. Макроекономічні потрясіння, фінансові кризи, різкі зміни цін на сировинні товари, стихійні лиха й надання допомоги з бюджетних коштів державним підприємствам мають місце в країнах як із високим рівнем доходу, так і з доходом, нижчим від середнього рівня¹.

Вивчення методичного інструментарію МВФ у сфері оцінки фіскальних ризиків, зумовлених державними підприємствами та впливом невизначеності, допоможе віднайти напрями подальшого вдосконалення інформаційного забезпечення відповідної оцінки в Україні (рис. 9.1).

Одним із інструментів оцінки фіскальних ризиків, зумовлених державними підприємствами, розроблених МВФ, є методика “Інструмент стрес-тестування державних підприємств” (State-Owned Enterprises Stress Test Tool, SOE-ST)².

Інструмент SOE-ST спрямований на:

- прогнозування фінансового стану окремих державних підприємств, включаючи грошові потоки, ліквідність за базовим і стресовим сценаріями в довгостроковій перспективі;
- оцінку чистих надходжень до бюджету та внесок державних підприємств у баланс сектору загального державного управління;
- порівняння результатів діяльності державних підприємств з аналогічними суб'єктами господарювання на основі показників рентабельності³.

На думку розробників цього інструменту, його застосування дасть змогу оцінити резильєнтність діяльності державних підприємств в умовах протидії викликам сьогодення.

Метою застосування методики “Інструмент перевірки працездатності державних підприємств” (State-Owned Enterprises Health Check Tool, SOE-HCT) є визначення держпідприємств із найбільшим обсягом зобов'язань (як індикатора ризику); надання аналітичних даних для виявлення найбільш фінансово чутливих

¹ State-owned enterprises stress test tool (SOE-ST) / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-ST>.

² Ibid.

³ State-Owned Enterprises Stress Test Tool (SOE-ST) / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-ST>.

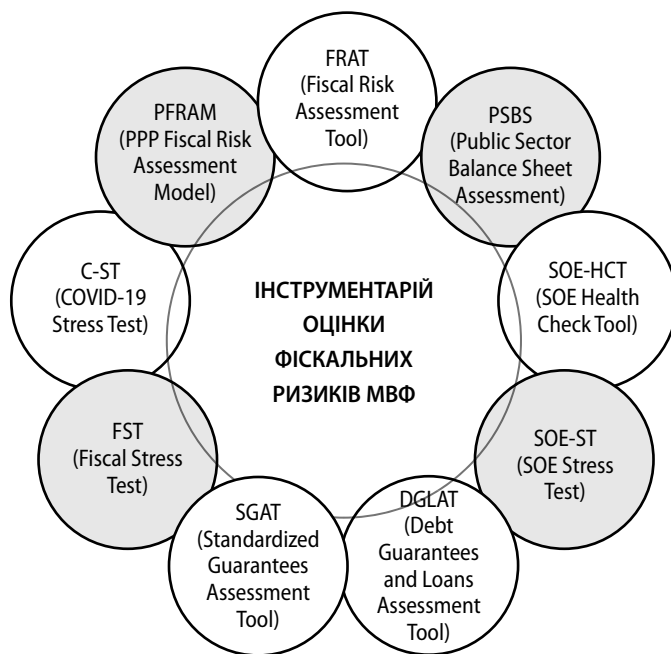


Рис. 9.1. Методичний інструментарій МВФ у сфері оцінки фінансової стійкості

Побудовано за: State-owned enterprises stress test tool (SOE-ST) / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-ST>.

державних підприємств; ідентифікація підприємств, що потребують глибшого аналізу на предмет фінансових ризиків¹.

SOE-HCT розроблено для аналізу даних нефінансових державних корпорацій відповідно до GFSM 2014 р.². На відміну від державних корпорацій, доходи суб'єктів сектору державного управління, а отже, їхні фінансові показники та здатність виконувати свої зобов'язання великою мірою визначатимуться рішеннями уряду про розподіл фінансування. Їх ефективність, як і інших традиційних бюджетних одиниць, слід оцінювати на основі досягнення стратегічних завдань та цілей, використовуючи ресурси, надані їм державою³.

Пандемія COVID-19 спричинила фінансові ризики такого масштабу, яких світова економіка не зазнавала ще з часів Другої світової війни. Для аналізу фінансових ризиків, спричинених пандемією, експертами МВФ розроблено методичку C-ST (COVID-19

¹ State-Owned enterprise Health Check Tool / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-HCT>.

² Government Finance Statistics Manual 2014 / IMF. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/2014/gfsfinal.pdf>.

³ State Owned Enterprise Health Check Tool: User Guide / IMF. 2021. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Topics/Fiscal/Fiscal-Risks/Tool/soe-health-check-user-guide.ashx>.

Stress Test)¹. Цей інструмент спрямовано на оцінку впливу пандемії коронавірусної хвороби на діяльність підприємств та апробовано на прикладі 17 тис. лістингових підприємств, що є резидентами 12 країн із розвинутою економікою і 12 країн з економікою, що розвивається, за період 2003–2019 рр. (Tressel, & Ding, 2021).

Також МВФ спрямовує зусилля на розроблення методичного інструментарію оцінки фінансових ризиків, зумовлених невизначеністю, зокрема впливом кліматичних змін. У цьому контексті слід розглянути документ “Оновлення балансу та кількісна оцінка фінансових ризиків від зміни клімату” (Updating the Balance Sheet and Quantifying Fiscal Risks from Climate Change) (Harris et al., 2022). Наведена у вказаному документі методика оцінки фінансового впливу зміни клімату включає три основні перспективи:

- зростання впливу середньорічного підвищення температури на макроекономічні індикатори;
- фінансові втрати внаслідок природних катастроф;
- витрати, можливі внаслідок фінансових ризиків, пов’язаних зі зміною клімату, а також оцінка того, як це вплине на загальний баланс держави (в частині ризиків, що “приховані” в статтях балансу: довгострокові контракти у сфері енергетики; гарантії та позики, надані державним підприємствам, на які можуть вплинути зміни клімату) (Harris et al., 2022).

Важливість оцінки фінансових ризиків у такому аспекті підкреслюється тим фактом, що за розрахунками експертів МВФ кліматичні зміни можуть призвести до того, що до кінця XXI ст. рівень зниження світового ВВП на одну особу становитиме 13 %, а зростання державного боргу – 18 % світового ВВП.

За результатами аналізу наведених методик можна зробити такі висновки:

- у рамках своєї діяльності МВФ активно оновлює й адаптує до викликів сьогодення та спричинених ними надзвичайних подій (екологічних, соціальних, економічних, інституціональних) методичний інструментарій з оцінки фінансових ризиків. Водночас, попри те що в Європі наразі триває одна з найбільших і жорстокіших війн із часів Другої світової війни, відсутні методичні напрацювання щодо оцінки впливу війни на посилення фінансових ризиків, хоча вони є очевидними;
- інформаційне забезпечення оцінки фінансових ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств, за розглянутими методиками базується на даних фінансових звітів загального призначення, описовій інформації щодо діяльності підприємств та відомостях про надану державну допомогу (пільги, субсидії, дотації).

Як зауважувалося, в Україні оцінка фінансових ризиків проводиться на основі Методики оцінювання фінансових ризиків, пов’язаних з діяльністю суб’єктів господарювання державного сектору економіки (далі – Методика)², яка встановлює механізм

¹ Global Corporate Stress Tests – Impact of the COVID-19 Pandemic and Policy Responses / IMF. 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/08/06/Global-Corporate-Stress-Tests-Impact-of-the-COVID-19-Pandemic-and-Policy-Responses-462555>.

² Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов’язаних з діяльністю суб’єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

визначення можливого вартісного впливу фіскальних ризиків від діяльності суб'єктів господарювання державного сектору економіки на показники державного бюджету та основні показники, що використовуються для оцінки фіскальних ризиків, пов'язаних із діяльністю суб'єктів господарювання, порядок їх розрахунку за даними фінансової звітності, напрями аналізу діяльності суб'єктів господарювання з метою виявлення об'єктивних і суб'єктивних причин виникнення фіскальних ризиків.

Пандемія COVID-19 справила негативний вплив на ключові фінансові показники діяльності суб'єктів державного сектору, що істотно позначилося на обсягах виплат на користь держави (сплаті податків, зборів та інших обов'язкових платежів), формує фіскальні ризики й відбивається на виконанні дохідної частини бюджету країни та безпеці національної економіки загалом. Виконане дослідження дало змогу виокремити низку чинників, зумовлених пандемією COVID-19, які спричинили фіскальні ризики, що вплинули на фінансовий стан державних підприємств і призвели до зменшення обсягів платежів на користь держави (рис. 9.2). Фіскальні ризики, спричинені діяльністю державних підприємств, в умовах COVID-19 посилюються, особливо ризики груп 2 і 3, визначених Методикою¹.

Законом України від 16.06.2020 № 692-IX² частину другу ст. 5 Закону України "Про державну допомогу суб'єктам господарювання" доповнено п. 9 такого змісту: "допомога на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19". Антимонопольний комітет України відповідно до змін, внесених Законом України від 16.06.2020 № 692-IX, схвалив критерії оцінки державної допомоги під час COVID-19³.

Важливим джерелом інформації для оцінки фіскальних ризиків виступає звітність державних підприємств, від якості котрої безпосередньо залежить достовірність результатів відповідної оцінки. Згідно з усталеною, багаторічною практикою, до такої звітності відносять фінансові звіти загального призначення, складені відповідно до НП(С)БО або МСФЗ. Разом із тим, спираючись на найкращу світову практику (МВФ) у частині врахування поточних викликів різного порядку (природного, техногенного) та впливу надзвичайних подій, зокрема воєнного стану, при оцінюванні фіскальних ризиків, у т. ч. зумовлених діяльністю державних підприємств, доцільним є подальший пошук відповідних джерел інформації, одним із яких може слугувати звіт про сталий розвиток. Зазначене є актуальним і для України. Реалії воєнного стану, загрози надзвичайних подій, наприклад пандемій на кшталт COVID-19, катастрофічних наслідків терористичних актів, таких як підлив Херсонської ГЕС, руйнування греблі Каховського водосховища, спричиняють фіскальні ризики екологічного, соціального й економічного характеру.

¹ Там само.

² Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо державної підтримки сфери культури, креативних індустрій, туризму, малого та середнього бізнесу у зв'язку з дією обмежувальних заходів, пов'язаних із поширенням коронавірусної хвороби COVID-19 : Закон України від 16.06.2020 № 692-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/692-20#Text>.

³ АМКУ схвалив критерії оцінки державної допомоги під час COVID-19 / Антимонопольний комітет України. 2020. 1 груд. URL: <https://amku.gov.ua/news/amku-shvaliv-kriteriyi-ocinki-derzhavnoyi-dopomogi-pid-chas-covid-19>.



Рис. 9.2. Фактори, зумовлені пандемією COVID-19, які вплинули на фінансовий стан державних підприємств та спричинили зниження обсягів платежів на користь держави

Побудовано авторами.

Основні напрями вдосконалення методологічного підґрунтя формування інформаційного забезпечення оцінки фінансових ризиків, зумовлених державними підприємствами, узагальнено в табл. 9.5.

Також у контексті отриманих результатів пропонуємо внести доповнення до Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки та плану заходів з її реалізації¹. У рамках досягнення Стратегічних цілей та показників їх досягнення, вказаних у розділі 1 “Дотримання загальної бюджетно-податкової дисципліни у середньостроковій перспективі” в частині “Управління фінансовими ризиками та державними активами” визначено завдання з поступового розширення спектра ризиків відповідно до Кодексу фінансової прозорості МВФ². На виконання цього завдання пропонуємо врахувати в Плані заходів з реалізації Стратегії реформування

¹ Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки та плану заходів з її реалізації : розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.12.2021 № 1805-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-%D1%80#n374>.

² The Fiscal Transparency Code / IMF. 2019. URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/Code2019.pdf>

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки захід *“Розширення переліку ризиків відповідно до підпункту 3.2.7 “Екологічні ризики” п. 3.2 “Управління ризиками” розділу 3 “Аналіз та управління фінансовими ризиками” Кодексу фінансової прозорості МВФ у частині охоплення екологічних ризиків в управлінні фінансовими ризиками та розробити відповідне методичне забезпечення їх оцінки”.*

Таблиця 9.5

Пропозиції щодо вдосконалення методологічного підґрунтя формування інформаційного забезпечення оцінки фінансових ризиків, зумовлених державними підприємствами

Пропозиція	Обґрунтування	Світова практика й тенденції
1. Додати до переліку факторів виникнення фінансових ризиків, визначених Методикою оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки ¹ , фактор якості інформаційного забезпечення оцінювання фінансових ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств	В Україні створено відповідну нормативно-правову базу вдосконалення розкриття інформації у фінансовій звітності та підвищення її прозорості, що відповідає вимогам МСФЗ і міжнародним стандартам аудиту. Разом із тим існують невідомі питання імплементації та застосування норм МСФЗ державними підприємствами, що в кінцевому рахунку є одним із чинників підвищення ймовірності настання ризиків 1, 2, 3. Наприклад, питання достовірності розкриття даних щодо умовних зобов'язань державних підприємств	Міжнародний досвід вказує на необхідність урахування цього фактора виникнення фінансових ризиків, пов'язаних із державними підприємствами (документ ОЕСР “Заходи з прозорості та розкриття інформації для державних підприємств (ДП): Підсумки національної практики” (Transparency and disclosure measures for state-owned enterprises (SOEs): Stocktaking of national practice) ²
Розширити ризик групи 4 “інші ризики, які можуть призводити до фінансових та інших втрат або проблем з ліквідністю суб'єкта господарювання, які тягнуть за собою витрачання централізованих фондів грошових коштів держави” екологічними, соціальними ризиками та іншими ризиками, спричиненими надзвичайними подіями (війна), які призводять до фінансових втрат державного бюджету України	67 % суб'єктів, що входять до рейтингу ТОП-100 найбільших державних підприємств України (станом на 2016 р.), зайняті в потенційно небезпечних із точки зору екологічних втрат галузях. Враховуючи посилення міграційних процесів (внутрішніх і зовнішніх), спричинених небезпечою внаслідок війни в Україні, соціальний вплив на фінансові ризики також доцільно розглядати з позицій фактора, що впливає на зниження надходжень до державного та місцевих бюджетів України	Міжнародні документи: Updating the Balance Sheet and Quantifying Fiscal Risks from Climate Change (МВФ) (Harris et al., 2022); екологічна таксономія (Регламент від 18 червня 2020 (EU) 2020/852) “Про встановлення основ посилення сталого інвестування” ³ ; соціальна таксономія (проект 2022 р., який наразі перебуває на доопрацюванні)

Складено авторами.

¹ Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

² Transparency and disclosure measures for state-owned enterprises (SOEs): Stocktaking of national practice. 2016. Р. 9. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/2016-SOEs-issues%20paper-Transparency-and-disclosure-measures.pdf>.

³ EU taxonomy for sustainable activities. URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.

Висновки до розділу 9

Проведене дослідження макроекономічного регулювання діяльності державних підприємств в умовах поширення пандемії COVID-19 дало змогу дійти висновків, що нормативно-правове поле діяльності державних підприємств є ґрунтовним, враховує рекомендації міжнародних організацій; наявні цілі та засоби загальнодержавної політики реформування діяльності державних підприємств; відбувається вдосконалення національного нормативно-правового забезпечення. На період пандемії COVID-19 було прийнято програмні документи та внесено зміни до національного законодавства, спрямовані на забезпечення додаткових соціальних і економічних гарантій у зв'язку з поширенням хвороби.

Водночас існують передумови й виклики продовження процесу вдосконалення регулювання державних підприємств. Передусім слід наголосити на великій кількості нормативно-правових документів із питань управління об'єктами державної власності та корпоративними правами держави, приватизації й передання права державної та комунальної власності, дивідендної політики держави, транспарентності діяльності державних підприємств. Це призводить до невпевненості щодо чинності деяких положень, колізійних норм; частих змін та прийняття нових нормативних актів; розгалуженості системи суб'єктів управління державними підприємствами.

Запровадження МСФЗ на державних підприємствах має сприяти підвищенню якості бухгалтерського обліку й фінансової звітності. Водночас чинне нормативно-правове забезпечення їхньої економічної діяльності, з одного боку, перешкоджає їх запровадженню або використанню переваг їх застосування, а з другого – у деяких господарських ситуаціях чи аспектах підготовки інформації (наприклад, при визначенні вартості державних послуг, формуванні тарифів) норми МСФЗ не враховують вимоги управління державним сектором. Як результат, система бухгалтерського обліку та фінансової звітності не повною мірою виконує завдання, котрі ставить управління державними підприємствами, зокрема в частині фіскальних ризиків.

Зазначене стосується й планування діяльності державних підприємств. Застосовуючи методологію МСФЗ при формуванні планових показників, чинні нормативні документи не враховують особливості економіки таких підприємств і тим самим посилюють фіскальні ризики, пов'язані з їхньою діяльністю.

Про цю колізію йдеться в оглядах ОЕСР. Зокрема, в огляді за 2020 р. вказано: "По-перше, на державні підприємства, як правило, поширюється звичайне законодавство про компанії. Це передбачає обмеження того, як держава може розпоряджатися їхніми активами й вільним грошовим потоком – особливо там, де міноритарні інвестори запрошуються до складу своїх акціонерів. По-друге, якщо фінансування досягнення важливих цілей державної політики делегується корпорації, слід подбати про велику обережність, щоб забезпечити фіскальну прозорість і підзвітність, нейтральність конкуренції та захистити органи управління від надмірного втручання. По-третє, державні підприємства мають або повинні мати корпоративні форми, розроблені з метою забезпечення ефективного проведення комерційних операцій;

коли держава бажає реалізувати суто цілі державної політики (наприклад, надання медичних, соціальних та освітніх послуг), тоді інші типи державних установ або політичні заходи, зазвичай, є більш придатними засобами їх реалізації”¹.

Пандемія COVID-19 справила істотний негативний вплив на процес планування діяльності державних підприємств і стабільність наповнення дохідної частини державного бюджету. Це зумовило актуалізацію механізмів управління фінансовими ризиками задля цілей національної економічної безпеки. Однією з ключових інформаційних основ для управління фінансовими ризиками є фінансовий план державних підприємств. Джерелами інформації для планування як на загальнодержавному рівні, так і мікрорівні є, зокрема, дані фінансової звітності суб'єктів господарювання державного сектору економіки. Ретроспективна та перспективна інформація для складання фінансового плану державних підприємств продукується в системі бухгалтерського обліку, який забезпечує ідентифікацію й систематизацію даних щодо видів податків і обсягів здійснених платежів. Проведене дослідження дало змогу визначити інформаційну основу формування фінансового плану шляхом групування інформації за функціональною ознакою: обліково-економічна, інвестиційно-стратегічна, претензійно-позовна, інша управлінська інформація відповідно до запитів. Це уможливило структурування джерел планування на загальнодержавному рівні та мікрорівні, що сприятиме підвищенню якості інформаційного забезпечення управління фінансовими ризиками задля нівелювання негативного впливу пандемії COVID-19 на виконання показників дохідної частини бюджету.

Існуючі методичні напрацювання глобальних фінансових інституцій у сфері управління фінансовими ризиками та їх оцінки враховують виклики сьогодення (екологічні, соціальні, економічні, інституціональні). Зокрема, до таких напрацювань належать документи МБФ: SOE-ST (SOE Stress Test), SOE-HCT (SOE Health Check Tool), C-ST (COVID-19 Stress Test), “Оновлення балансу та кількісна оцінка фінансових ризиків від зміни клімату” (Updating the Balance Sheet and Quantifying Fiscal Risks from Climate Change).

Разом із тим, попри те що в Європі наразі триває одна з найбільших і жорсткіших війн із часів Другої світової війни, відсутні методичні напрацювання щодо оцінки впливу війни на посилення фінансових ризиків, хоча вони й очевидні. Доцільним є подальше вдосконалення міжнародних рамкових підходів та напрацювань у частині створення документа роз'яснювального характеру щодо оцінки фінансових ризиків, спричинених війною в Україні. Така конкретизація пов'язана з тим, що внаслідок війни в Україні постраждала велика кількість глобальних ланцюгів постачання й створення вартості, а це негативно вплинуло на фінансову стійкість низки країн.

¹ Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient finance / OECD. 2020. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/5ad33666-en/index.html?itemId=/content/component/5ad33666-en#chapter-d1e12276>.

**Регулювання особливостей утворення,
діяльності та планування державних підприємств**

Аспект діяльності державних підприємств, що внормовано	Нормативно-правовий акт	Визначення
Державна власність	Ст. 326 Цивільного кодексу України	Майно, у т. ч. грошові кошти, яке належить державі України. Від імені та в інтересах держави Україна право власності здійснюють відповідно органи державної влади
Державний сектор економіки	Частина друга ст. 22 Господарського кодексу України	Державний сектор економіки складається із суб'єктів господарювання, які діють на основі лише державної власності, а також суб'єкти, державна частка у статутному капіталі яких перевищує 50 % чи становить величину, яка забезпечує державі право вирішального впливу на господарську діяльність цих суб'єктів
Види підприємств залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного фонду	Частина третя ст. 63 Господарського кодексу України	Підприємства унітарні та корпоративні
Порядок утворення державного унітарного підприємства	Ст. 73 Господарського кодексу України	Державне унітарне підприємство утворюється компетентним органом державної влади в розпорядчому порядку на базі відокремленої частини державної власності, як правило, без поділу її на частки і входить до сфери його управління. Найменування державного унітарного підприємства повинне містити слова "державне підприємство". Державні унітарні підприємства діють як державні комерційні підприємства або казенні підприємства
Особливості утворення, діяльності та планування державного комерційного підприємства	Статті 73–75, 77 Господарського кодексу України	Законом може бути встановлено особливості статусу керівника державного унітарного підприємства, у т. ч. встановлено підвищену відповідальність керівника за результати роботи підприємства (ст. 73); мінімальний розмір статутного фонду державного комерційного підприємства встановлюється законом (ст. 74); інші особливості господарської та соціальної діяльності державних комерційних і казенних підприємств визначаються цим Кодексом, законом про державні підприємства та іншими законодавчими актами (статті 75, 77)
Порядок утворення та діяльності казенних підприємств	Статті 76–77 Господарського кодексу України	Казенні підприємства створюються в галузях народного господарства, в яких: законом дозволено здійснення господарської діяльності лише державним підприємствам; основним (понад 50 %) споживачем продукції (робіт, послуг) виступає держава; за умовами господарювання не можлива вільна конкуренція товаровиробників чи споживачів; переважаючим (понад 50 %) є виробництво

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення додатка 9.1

Аспект діяльності державних підприємств, що внормовано	Нормативно-правовий акт	Визначення
		суспільно необхідної продукції (робіт, послуг), яке за своїми умовами і характером потреб, що ним задовольняються, як правило, не може бути рентабельним; приватизацію майнових комплексів державних підприємств заборонено законом

Складено за: Моніторинг ефективності управління об'єктами державної власності / М-во економіки України. URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=2e24db81-1b0d-4322-80ce-89e6d3c269e2&tag=MonitoringEfektivnostiUpravlinniaObiektamiDerzhavnoiVlasnosti>.

Додаток 9.2

Інституціональне забезпечення діяльності державних підприємств в Україні

Законодавство	Нормативно-правовий акт
Законодавство з питань управління об'єктами державної власності	Конституція України (ст. 116). Закон України "Про управління об'єктами державної власності". Господарський кодекс України. Цивільний кодекс України. Закони України: "Про управління об'єктами державної власності"; "Про захист економічної конкуренції"; "Про господарські товариства"; "Про оренду державного та комунального майна"; "Про акціонерні товариства"; "Про холдингові компанії в Україні"; інші закони України, якими може бути визначено особливості управління окремими об'єктами державної власності або їх видами, та інші нормативно-правові акти з питань управління об'єктами державної власності. Крім того, методологічне забезпечення становлять накази Мінекономрозвитку: – "Про затвердження Примірних статутів державного комерційного підприємства та казенного підприємства" від 25.07.2012 № 870; – "Про затвердження Методичних рекомендацій з питань методологічного забезпечення складення середньо- та довгострокових стратегічних планів розвитку державних підприємств, державних акціонерних товариств та господарських структур" від 14.08.2013 № 971
Законодавство з питань приватизації державного майна	Закон України: "Про приватизацію державного майна" від 04.03.1992 № 2163-12; "Про управління об'єктами державної власності" від 21.09.2006 № 185-5; "Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію)" від 06.03.1992 № 2171-12; "Про державну програму приватизації" від 13.01.2012 № 4335-6; "Про перелік об'єктів права державної власності, що не підлягають приватизації" від 07.07.1999 № 847-16;

Продовження додатка 9.2

Законодавство	Нормативно-правовий акт
	“Про особливості приватизації майна в агропромисловому комплексі” від 10.07.1996 № 290/96-ВР; “Про особливості приватизації вугледобувних підприємств” від 12.04.2012 № 4650-6; “Про особливості приватизації об’єктів незавершеного будівництва” від 14.09.2000 № 1953-3; “Про особливості приватизації підприємств, що належать до сфери управління Міністерства оборони України” від 18.05.2000 № 1741-3. Положення “Про порядок подання пропозицій щодо внесення змін до Переліку об’єктів права державної власності, що не підлягають приватизації”, затверджене наказом Міністерства економіки, Фонду державного майна, Державного комітету статистики від 26.06.2007 № 200/1047/180 та зареєстроване в Міністерстві юстиції 19.07.2007 за № 835/14102
Законодавство з питань передачі права державної та комунальної власності	Закон України “Про передачу об’єктів права державної та комунальної власності”. Постанова Кабінету Міністрів України “Про передачу об’єктів права державної та комунальної власності” від 21.09.1998 № 1482, якою затверджено: – Положення про порядок передачі об’єктів права державної власності; – Порядок подання та розгляду пропозицій щодо передачі об’єктів з комунальної у державну власність та утворення і роботи комісії з питань передачі об’єктів у державну власність; – Методичні рекомендації щодо розроблення техніко-економічного обґрунтування забезпечення ефективного використання об’єктів права державної та комунальної власності, що пропонуються до передачі, затверджені наказом Мінекономрозвитку від 27.12.2013 № 1591. Інші законодавчі акти, що визначають особливості передачі деяких категорій майна
Законодавство з управління корпоративними правами держави	Постанови Кабінету Міністрів України: – “Про затвердження Порядку передачі повноважень з управління корпоративними правами держави суб’єктам управління об’єктами державної власності” від 05.12.2012 № 1146; – “Питання прийняття рішення щодо проведення додаткових емісій акцій, їх викупу державою або внесення додаткових вкладів до статутних капіталів господарських товариств” від 06.06.2007 № 797; – “Про затвердження Порядку утворення державної холдингової компанії” від 22.08.2012 № 773. Крім того, методологічне забезпечення становлять накази Мінекономрозвитку: – “Про затвердження Порядку надання висновків щодо економічної ефективності проведення додаткової емісії акцій, їх викупу державою або внесення додаткових вкладів до статутних капіталів господарських товариств” від 03.09.2007 № 286; – “Про затвердження форм техніко-економічного обґрунтування доцільності передачі повноважень з управління корпоративними правами держави та інформації про передачу повноважень з управління корпоративними правами держави суб’єктам управління об’єктами державної власності” від 07.05.2013 № 435
Нормативно-правові акти з питань дивідендної політики держави	Постанови Кабінету Міністрів України: – “Про затвердження Порядку формування та реалізації дивідендної політики держави” від 12.05.2007 № 702; – “Деякі питання ведення обліку податків і зборів (обов’язкових платежів) та інших доходів бюджету” від 16.02.2011 № 106;

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення додатка 9.2

Законодавство	Нормативно-правовий акт
	– “Про затвердження базового нормативу відрахування частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів за результатами фінансово-господарської діяльності у 2013 році господарських товариств, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави” від 29.01.2014 № 33. Крім того, методологічне забезпечення становлять накази Мінекономрозвитку: – “Про затвердження форм подання інформації про зведені показники очікуваних обсягів загального чистого прибутку та дивідендів господарських організацій та інформації про нарахування і перерахування господарськими організаціями дивідендів у поточному бюджетному році” від 05.07.2013 № 764; – “Про затвердження порядку нарахування пені на суму дивідендів на державну частку, несвоєчасно сплачених господарським товариством, у статутному капіталі якого є корпоративні права держави, та господарським товариством, 50 і більше відсотків акцій (часток, паїв) яких знаходяться у статутному капіталі господарського товариства, частка держави якого становить 100 відсотків” від 02.07.2013 № 725; – “Про нарахування пені ПАТ “Укргідроенерго” від 25.12.2013 № 1564; – “Про нарахування пені ПАТ “Центренерго” від 25.12.2013 № 1537; – “Про нарахування пені ПрАТ “Івано-Франківський локомотиворемонтний завод” від 20.12.2013 № 1517; – “Про нарахування пені ПрАТ “Яготинський рибгосп” від 19.12.2013 № 1510; – “Про нарахування пені ПАТ “Укргідроенерго” від 13.12.2013 № 1481
Прозорість діяльності суб’єктів господарювання державного сектору економіки	Методологічне забезпечення становлять накази Мінекономрозвитку: – “Про визнання таким, що втратив чинність, наказу Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 11 лютого 2015 року № 116” від 07.04.2017 № 536; – “Про затвердження Методичних рекомендацій щодо забезпечення прозорості діяльності суб’єктів господарювання державного сектору економіки” від 11.02.2015 № 116

Складено авторами.

Частина 3

АНТИКРИЗОВА ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА ТА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ У ПЕРІОД ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ, ЗУМОВЛЕНОЇ НАСЛІДКАМИ ПАНДЕМІЇ COVID-19

■ Розділ 10

ВПЛИВИ ПАНДЕМІЇ COVID-19 НА РІШЕННЯ ІНСТИТУТІВ ФІСКАЛЬНОЇ ВЛАДИ РОЗВИНУТИХ КРАЇН, ЗОКРЕМА КРАЇН ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ, КРАЇН З РИНКАМИ, ЩО ФОРМУЮТЬСЯ

10.1. Фіскальні стимули сталого розвитку розвинутих країн в умовах COVID-19

Пандемія COVID-19 стала джерелом нових викликів у сучасному суспільстві. На рівні національних економік виникла потреба розгляду додаткових специфічних інструментів задля формування державної політики, націленої на досягнення пріоритетів сталого розвитку. Зокрема, у розвинутих економіках застосовується низка дієвих фіскальних стимулів для підтримки екологічної, соціальної та економічної компонент сталого розвитку. Відповідно, актуалізується потреба державного стимулювання використання додаткових фінансових інструментів, націлених на досягнення ЦСР. Вартими особливої уваги у контексті державного стимулювання сталого розвитку є механізми стимулювання розбудови екологічного суспільства (зокрема формування ринку вуглецевих кредитів та офсетів на рівні національної економіки), а також розбудова фіскального механізму регулювання соціальних інвестицій.

Концепція низьковуглецевої економіки тісно пов'язана із оприлюдненими ООН Цілями сталого розвитку, задекларованими у 2015 р. Причому, передбачається тісне поєднання економічного ефекту із соціальними, екологічними та управлінськими факторами (Dyba, Maciaszczyk, & Gernego, 2019). На рівні міжнародних організацій потреба впровадженні та підтримці ідей сталого розвитку відповідного напрямку відображена в Рамковій конвенції Організації Об'єднаних Націй про зміну клімату (РКЗК ООН). У результаті представлено Кіотський протокол для зменшення впливу викидів парникових газів на навколишнє середовище, яким зазначено три ключові механізми для досягнення скорочення викидів парникових газів, а саме: механізм чистого розвитку, спільне впровадження та торгівля викидами (Kono, Ostermeyer, & Wallbaum, 2018; Chen et al., 2019). Кожний із цих глобальних механізмів має певну фінансову компоненту,

яка потребує вивчення задля стимулювання на глобальному, державному та бізнесовому рівнях. Зокрема, у працях окремих зарубіжних фахівців наголошується на можливостях практичної реалізації механізмів вуглецевих кредитів та офсетів. Вказані інструменти характеризують два напрями фінансового регулювання викидів парникових газів: надання дозволів на викиди та розгляд можливих скорочень викидів парникових газів. Таким чином, формується та підтримується своєрідний фінансовий та інвестиційний механізм регулювання вуглецевого ринку (Bumpus, & Liverman, 2008; Li et al., 2015).

У загальному розумінні під вуглецевими кредитами розуміють дозвіл, який надає компанії, регіональній одиниці або державі права на викиди певного обсягу парникових газів (Balmford et al., 2023). Формування вуглецевих кредитів відбувається згідно зі спеціальними правилами та процедурами, облік вуглецевих кредитів (вуглецевих одиниць) здійснюється в спеціальних електронних реєстрах. Окремі фахівці відзначають спільні характеристики вуглецевих кредитів та офсетів, що має сенс відповідно до теоретичного підходу. Натомість практика доводить необхідність виокремлювати відмінності між вуглецевими кредитами та офсетами. Відповідно, коли під першими маємо на увазі здебільшого визначення прав на викиди вуглецевих газів, вуглецевими офсетами називають вуглецеві одиниці, які підтверджують можливість скорочення цих викидів.

У країнах Європи державне регулювання на ринку вуглецевих кредитів та офсетів відбувається за допомогою таких груп інструментів: інструменти цінноутворення на викиди вуглецю (carbon pricing); державні екологічні інвестиції (public green investment); система компенсаційних заходів з метою забезпечення зеленого переходу до безвуглецевого суспільства (compensatory measures) (Delgado-Téllez, Ferdinandusse, & Nerlich, 2022).

Зокрема, на європейському ринку активно застосовуються торгівля квотами на викиди та система оподаткування викидів вуглецю. Однак, за версією аналітиків така політика на початку мала обмежене охоплення секторів економіки, а також спиралася на низькі ціни, тому призвела до обмеження майбутніх надходжень до державного бюджету. Для регулювання цього питання в ЄС в 2015 р. було ініційовано політику протидії викидам вуглецю EU ETS, яка у 2021 р. охопила близько 3,2 % його глобального обсягу (Bua et al., 2021). Поряд із загальноєвропейською політикою додаткові інструменти застосовуються також на державному рівні. Зокрема, у Фінляндії податок на викиди вуглецю існує з 1990 р. У 2021 р. Німеччина затвердила національну політику, яка передбачає оподаткування викидів вуглецю для ширшого спектра галузей. Наприклад, оподаткування викидів вуглецю в країні охоплює додатково транспорт та будівництво (рис. 10.1).

Вартим уваги є те, що своєчасно розроблена та збалансована система ціноутворення й фіскального регулювання викидів вуглецю є однією зі складових державної політики, що дає змогу генерувати доходи для потенційного використання на соціальні трансферти. На рівні компанії можна обрати тип зусиль, які спрямовуватимуться на скорочення викидів вуглецю. Зокрема, це може бути стимулювання

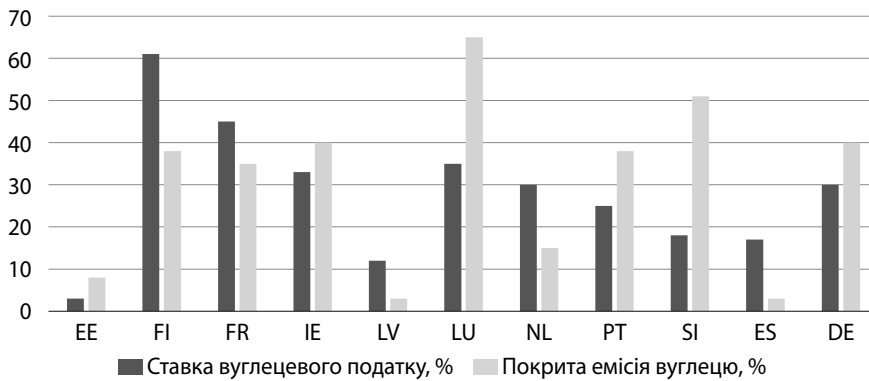


Рис. 10.1. Фіскальні інструменти впливу на європейському ринку вуглецевих кредитів та офсетів

Джерело: (Delgado-Téllez, Ferdinandusse, & Nerlich, 2022).

інновацій у зелені технології, встановлення лімітів для викидів вуглецю, визначення розміру додаткових коштів, котрі компанія готова витратити як компенсацію за здійснені викиди.

Поряд із оподаткуванням викидів вуглецю та встановленням системи ціноутворення застосовуються державні екологічні інвестиції: у чисту енергію, енергоефективність будівель і розвиток системи громадського транспорту. Однак інвестиції такого типу в країнах ЄС становлять близько четвертої частини загального обсягу державних інвестицій, або приблизно 1 % ВВП єврозони. Одночасно у країнах Європи запроваджуються заходи субсидування у формі податкових пільг для компаній, які скорочують викиди вуглецю та впроваджують зелені технології (Delgado-Téllez, Ferdinandusse, & Nerlich, 2022).

Зростання впливу екологічних інновацій на розвиток сучасного суспільства зумовлює появу вимог до процесу відбудови економіки, який має відбуватися за інноваційним сценарієм відновлення зі сприянням реалізації ЦСР (Brenner, 2022). Напрями та пріоритети післявоєнного відродження економіки України визначено у плані відновлення, презентованому в м. Лугано (Швейцарія). Відповідно, реформування державної політики сталого розвитку в частині реалізації заходів та інструментів стимулювання вуглецевих кредитів та офсетів є його необхідною умовою.

Поряд із екологічною компонентою однією з ключових компонент сталого розвитку є соціальна, що передбачає можливість державного впливу на життєдіяльність та якість життя суспільства. Відповідно, у межах загального господарського механізму соціальний аспект економічних відносин відображає інвестиційний механізм соціальної сфери (рис. 10.2).

Механізм фінансування інвестицій у соціальній сфері є сукупністю соціально-економічних цілей, принципів, організаційних структур, форм і методів мобілізації та розміщення інвестицій, а також правових норм, за допомогою яких вони акумулюються та розміщуються. Механізм фінансування інвестицій у соціальній сфері зумов-



Рис. 10.2. Механізм фінансування інвестицій у соціальній сфері

Побудовано за: (Gernego, & Dyba, 2018).

лює активізацію розвитку галузей та секторів соціальної сфери, поліпшення соціальної інфраструктури. Натомість інвестиційний механізм соціальної сфери передбачає мобілізацію та розміщення фінансових ресурсів для досягнення соціальних цілей.

Людський розвиток залежить від результативності подальшого залучення інвестицій. Адже, зміцнення злагоди та порозуміння в суспільстві є однією із нагальних складових прискорення економічного зростання. За позитивними сценаріями збалансованого розвитку, ключові якісні відмінності національної економіки полягатимуть у сформованості таких її характеристик, як висока технологічність та соціальна відповідальність¹. Така економіка генеруватиме попит на висококваліфікованих фахівців, акумулюватиме фінансові ресурси та перетворюватиме їх на інноваційній основі в довгострокові інвестиції.

¹ Україна 2030: Доктрина збалансованого розвитку. Львів: Кальварія, 2017. 168 с. URL: <https://econom.chnu.edu.ua/wp-content/uploads/2018/03/E-Book-Doctrine-2030.pdf>.

Проте для сучасного суспільства характерною рисою є обмеженість державних фінансових ресурсів, що унеможлиблює збалансування усіх пріоритетів людського розвитку лише в результаті безпосередньої державної ділової активності. Тому особливої актуальності набувають інструменти непрямої дії, які не є настільки ресурсомісткими та ризиковими для держави, як інструменти прямої дії, але дають їй змогу стимулювати фінансове забезпечення збалансованого людського розвитку.

Державні інструменти непрямої дії охоплюють більший спектр суспільних потреб із здійсненням менших бюджетних видатків. Суб'єкти, які реалізують соціально орієнтовану діяльність залишаються автономними та відповідальними за вибір і результати своїх дій. Одночасно відчутною є державна підтримка, спрямована на активізацію соціально орієнтованої діяльності.

Одним з найпоширеніших у світі інструментів непрямої дії традиційно залишаються податкові пільги, які допомагають державі стимулювати фінансове забезпечення збалансованого людського розвитку за посередництва регулюючої функції податків. У результаті нерівномірного оподаткування різних відбувається послаблюється податковий тиск. З-поміж широкого спектра податкових пільг у соціальній сфері можуть застосовуватись податковий кредит, податкові канікули, зменшення податку на приріст соціальних витрат та ін. (Котельбан, 2017; Єфименко, 2017).

Виправданими є трансформації ролі держави, які полягають у пошуку оптимальних можливостей поєднання прямих і непрямих інструментів дії, нових технологічних рішень у сфері фінансових послуг. Так, експертами Deutsche Bank проведено опитування, згідно з результатами якого: 61 % респондентів підтвердили, що одним із обов'язків сучасної держави є регулювання ринку нових технологій; 20 % ще не визначилися з відповіддю; 19 % стверджували, що таке регулювання не належить до функцій держави¹.

У рамках соціально-економічної політики в розвинутих країнах застосовується механізм диверсифікації податків. Подібна диверсифікація дає змогу посилити соціальні інвестиції, а саме: цільовий характер пільгового оподаткування допомагає активізувати інвестиції в розбудову людського та соціального капіталу, а отже, стимулюються розвиток та підвищення доступності соціальних програм та проектів; дієвий механізм фіскальної політики має співвідноситися з державними програмами вирішення соціальних проблем, що створить основу для допомоги верствам населення, які потребують цієї підтримки; ефективна система оподаткування закладає основу для формування інноваційної політики, націленої на людський розвиток та підвищення якісних характеристик людського капіталу; реалізація активних та стимулюючих заходів у довгостроковій перспективі формують переваги порівняно із короткотерміновими заходами захисту населення за рахунок систематичності їх впровадження на національному рівні (Bouget et al., 2015).

¹ Dapp T. F. Fintech reloaded – Traditional banks as digital ecosystems. Deutsche Bank Research. Digital economy and structural change. URL: https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech_reloaded_Traditional_banks_as_digital_ecosystems.pdf

Загалом, механізм диверсифікації податків передбачає використання різних податкових інструментів стимулювання інвестиційної діяльності. Зокрема, у розрізі ставки податку існує можливість диференціації ставок через її зниження, підвищення ставок або застосування прогресивної шкали. Податкові пільги можуть використовуватися за посередництва податкових кредитів та податкових знижок, податкових канікул, пільгового оподаткування резервів, призначених для реінвестування соціальних ініціатив. Крім того, можуть відрізнятися терміни сплати податків, зокрема можливі відстрочення й розстрочення сплати податкових зобов'язань (Демчишак, Щуревич, & Кобильник, 2020). На національному рівні застосування конкретних податкових інструментів залежить від діючої в країні політики соціальних інвестицій та спирається на функціональні напрями залучення соціальних інвестицій, що створює мультиплікаційний ефект від їх реалізації (рис. 10.3).

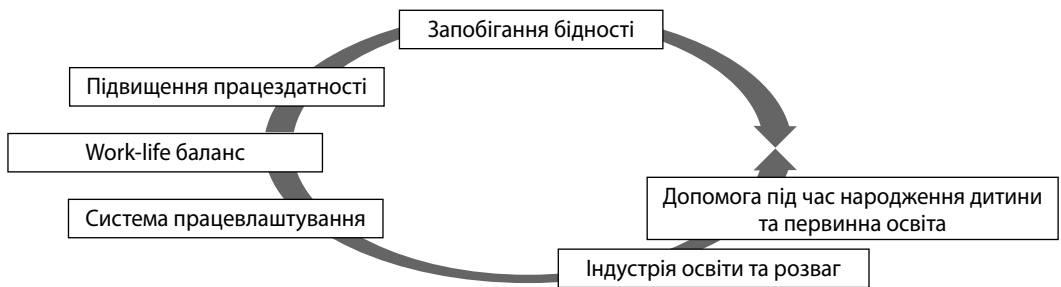


Рис. 10.3. Циклічні напрями залучення соціальних інвестицій

Побудовано авторами.

Наприклад, уряд Австрії проводить систематичну політику сприяння соціальним інвестиціям, зокрема у сферу освіти, зміцнення інфраструктури сімейного дозвілля. У Бельгії на національному рівні сформувалася достатньо дієва стратегія соціального інвестування. Однак існує різниця між ефективністю соціальних інвестицій з огляду на їхні функції та на регіональному рівні. У Німеччині підхід до планування соціальних інвестицій має системний характер. Зокрема, в основу відповідної парадигми покладено політику залучення інвестицій на ринку праці, інвестиції у сфері освіти та охорони здоров'я. У Данії, Ісландії та Норвегії політика соціальних інвестицій здебільшого націлена на поточні потреби, що забезпечує життєдіяльність вразливих верств населення. У Фінляндії соціальні інвестиції мають, навпаки, системний характер, передбачають підтримку усіх верств населення, починаючи від народження дитини, продовжуючи інвестиціями в освіту, соціальні пакети та послуги. У Франції термін “соціальні інвестиції” безпосередньо не застосовується у рамках державної політики. Проте на регіональному та на галузевому рівні реалізується низка попереджувальних ініціатив, які передбачають реалізацію програм підтримки медицини, освіти та соціального захисту. У Ліхтенштейні діє національна стратегія уряду, яка має на меті втілення ідей із Пакета соціальних ін-

вестицій Європейської комісії. У Словенії підхід до розвитку соціальних інвестицій передбачає вирішення ключових соціальних проблем шляхом координації заходів нормативів соціальної політики та практичних заходів. Розвинутою є система соціальних інвестицій у Швеції, де акцентується увага на довготривалій допомозі за умови втрати праці (Corti et al., 2022; Halushchak et al., 2023; Mazzullo, 2020).

Відповідно до сформованих національних політик соціальних інвестицій можна запропонувати потенційно дієві моделі фіскального стимулювання соціальних інвестицій (рис. 10.4).

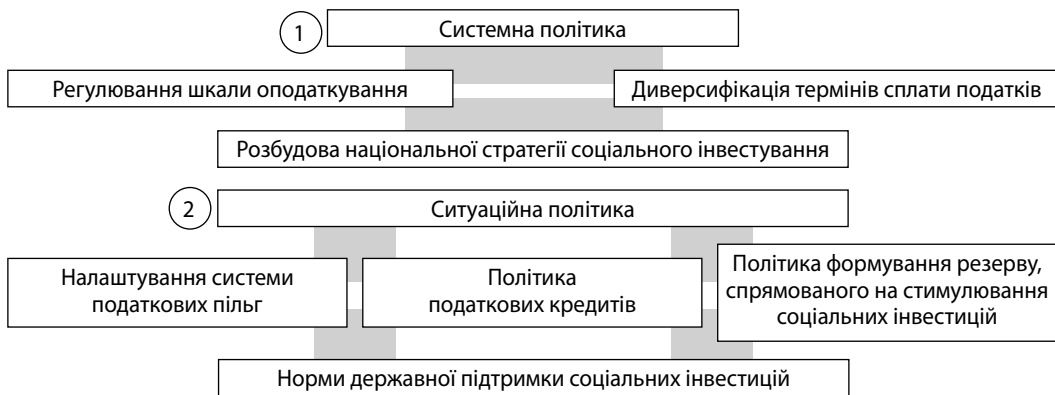


Рис. 10.4. Моделі фіскального стимулювання соціальних інвестицій

Побудовано авторами.

Відповідно, соціальний сектор є доволі специфічною сферою, що пов'язано з його націленістю на досягнення соціального ефекту у короткостроковій перспективі, який створює можливість для отримання економічного ефекту в довгостроковій перспективі. Для соціальних інвесторів важливо отримувати державну підтримку як індикатор доцільності цього типу інвестиційної діяльності. Зокрема, на національному та місцевому рівні варто виокремити та задіяти конкретні інструменти фіскальної політики, які слугуватимуть стимулом для розвитку соціального інвестування.

Отже, фіскальні стимули мають вагомий вплив на сталий розвиток у розвинутих країнах, адже, створюють низку дієвих інструментів впливу на екологію, соціальну сферу та економіку.

Дослідження вуглецевих кредитів та офсетів, а також соціальних інвестицій у контексті державної політики сталого розвитку дає змогу зробити висновок щодо їхньої ролі для стійкого розвитку сучасного суспільства, потреби та інструментів їх стимулювання, застосування широкого спектра фіскальних інструментів. Відновлення економіки України потребує реалізації якісно нової політики сталого розвитку. Вирішальне значення для формування ринку матимуть система ціноутворення та заходи фіскальної політики (регулювання розміру оподаткування викидів вуглецю). Наслідки пандемії COVID-19 зумовили зростання ролі інклюзивного

суспільства, базованого на залученні соціальних інвестицій. Відповідно, вартими уваги є можливості для активізації податкових стимулів соціального інвестування.

10.2. Рішення інститутів фінансової влади в умовах пандемії COVID-19

До дискреційних фінансових заходів відновлення макроекономічної стабільності відносять: пряму підтримку домогосподарств, непряму підтримку домогосподарств, субсидії на заробітну плату, зниження податків та/або податкові пільги, розстрочення податкового боргу, кредитні субсидії/гарантії, пряму підтримку підприємств (Красота, & Яровой, 2021). Відповідні заходи монетарної політики наведено в табл. 10.1.

Для огляду вибрано розвинуті країни ЄС (Італія, Німеччина, Франція) та окремі країни Східної Європи, включаючи Україну і Туреччину. Для всіх країн найбільш використовуваним інструментом фінансової політики є надання кредитних субсидій/гарантії, зниження податків та/або податкові пільги. Особливістю розвинутих країн є надання великих за обсягом кредитних гарантії – Італія 25 % ВВП, Німеччина та Франція, відповідно, – 24 та 14 % ВВП. Враховуючи інші джерела фінансування протидії пандемії COVID-19, вказані країни вирізняються найбільшими пакетами фінансової підтримки економіки: Італія – 29,6 % ВВП, Німеччина – 32,9, Франція – 19,0 %. Розвинутим країнам притаманне також є застосування схожих заходів монетарної політики. Іншим розглядуваним країнам властиві значно менші обсяги кредитних гарантії за відсутності їх у Болгарії і Молдові. Найнижчий пакет фінансової підтримки в Молдові – 2,4 % ВВП, Болгарії – 2,5, Україні – 2,8, Румунії – 3,5 % ВВП. Польща і Туреччина мають значно більші пакети фінансової допомоги протидії пандемії – 12,4 та 10,8 % ВВП.

Кризові явища в економіці проявляються насамперед через зростання обсягів бюджетного дефіциту та державного боргу. Тому доцільно розглянути вплив пандемії COVID-19 на ці макроекономічні індикатори.

Слід зазначити, що уряд Німеччини має доволі тривалий досвід підтримки макроекономічної стабільності та економічного зростання. Наприкінці 1960-х років в Німеччині було прийнято законодавство про підтримку економічної стабільності й економічного зростання, яке сприяло підтримці сталості державних фінансів, зокрема вводилися граничні обсяги дефіциту державного бюджету та державного боргу, що сприяло виваженій бюджетно-фінансовій політиці, попередженню криз, кращій прогнозованості економічної кон'юнктури та ін. Згодом цей підхід був упроваджений у практику підтримки сталості фінансів Європейського Союзу та його країн-членів¹.

Пакт стабільності та зростання² є основою для координації національної фінансової політики в рамках Економічного та валютного союзу, забезпечує захист

¹ Пакт про стабільність і зростання. URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/Пакт_про_стабільність_і_зростання.

² Glossary: Stability and growth pact (SGP). URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Stability_and_growth_pact_\(SGP\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Stability_and_growth_pact_(SGP)).

Таблиця 10.1

**Використання заходів фінансової і монетарної політики
для відновлення макроекономічної стабільності**

Показники	Болгарія	Італія	Молдова	Німеччина	Польща	Румунія	Туреччина	Україна	Франція
<i>Використання заходів фінансової політики</i>									
Пряма підтримка домогосподарств	+	+	+	+		+	+	+	
Непряма підтримка домогосподарств							+	+	
Субсидії на заробітну плату	+			+	+	+	+	+	+
Зниження податків і/або податкові пільги	+		+	+	+	+	+	+	+
Розстрочення податкового боргу	+	+	+	+			+	+	+
Кредитні субсидії/гарантії	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Пряма підтримка підприємств		+	+	+	+	+	+		+
<i>Обсяг допомоги, % ВВП</i>									
Повний пакет	2,5	4,6	2,4	8,9	9,1	2,0	10,3	2,3	5,0
Кредитні гарантії		25,0		24,0	3,3	1,5	0,5	0,5	14,0
<i>Використання заходів монетарної політики</i>									
Зниження ставки рефінансування			+		+	+	+	+	
Звуження коридору процентних ставок					+	+		+	
Зміна норми обов'язкових резервів			+		+		+	+	
Застава		+		+			+	+	+
Операції із довшим строком погашення		+		+			+	+	+
Частота операцій								+	
Валютні свопи, фінансування в іноземній валюті	+	+		+		+	+		+
Кількісне пом'якшення		+		+	+	+	+		+

Складено за: (Шоломіцька, & Сологуб, 2020).

здорових державних фінансів та має профілактичний і стримувальний ефект. Пандемія COVID-19, за очікуваннями, негативно вплинула на фінансову політику¹. За економічним прогнозом Європейської комісії (весна 2020 р.) дискреційні заходи стимулювання загалом мали становити близько 3,25 % ВВП єврозони, а державні гарантії задля підтримки ліквідності – близько 20 % ВВП єврозони².

¹ The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.

² The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Пандемія призвела до зростання дефіцитів бюджетів, державних витрат, державного боргу в єврозоні та ЄС (табл. 10.2). Найважчим “піковим” виявився 2020 р., у наступні роки відбувалося незначне відновлення. У 2022 р. державний дефіцит як Єврозони (EU19)¹, так і ЄС зменшився порівняно з 2021 р., як і державний борг. У єврозоні співвідношення державного дефіциту й ВВП скоротилося з 5,3 % у 2021 р. до 3,6 % у 2022 р., а в ЄС – з 4,8 до 3,4 %. У єврозоні відношення державного боргу до ВВП знизилося з 95,5 % на кінець 2021 р. до 91,6 % на кінець 2022 р., а в ЄС – із 88,0 до 84,0 %.

У 2022 р. державні витрати в єврозоні становили 50,8 % ВВП, а державні доходи становили 47,1% (для ЄС – 49,8 і 46,5 % відповідно). Коефіцієнти співвідношень державних витрат і доходів до ВВП зменшилися в обох зонах.

Таблиця 10.2

Окремі показники ЄС і єврозони у 2019–2022 рр., % ВВП

Показники	2019	2020	2021	2022
<i>Єврозона (EU19)</i>				
Дефіцит(-)/профіцит(+)	-0,6	-7,1	-5,3	-3,6
Державні витрати	46,9	53,5	52,6	50,8
Державні доходи	46,3	46,4	47,3	47,1
Державний борг	84,1	97,2	95,5	91,6
<i>Єврозона (EU20)</i>				
Дефіцит(-)/профіцит(+)	-0,6	-7,1	-5,3	-3,6
Державні витрати	46,9	53,5	52,6	50,7
Державні доходи	46,3	46,4	47,3	47,1
Державний борг	84,0	97,2	95,4	91,5
<i>ЄС загалом ²</i>				
Дефіцит(-)/профіцит(+)	-0,5	-6,7	-4,8	-3,4
Державні витрати	46,6	52,8	51,7	49,8
Державні доходи	46,0	46,1	46,9	46,5
Державний борг	77,7	90,0	88,0	84,0

Складено за: Provision of deficit and debt data for 2022 - first notification. Euro area government deficit at 3.6% and EU at 3.4% of GDP. 2023. April 21. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/16349856/2-21042023-AP-EN>.

¹ Єврозона (EU19) – країни, в яких введена грошова одиниця євро. До них належать 19 країн: Бельгія, Німеччина, Естонія, Ірландія, Греція, Іспанія, Франція, Італія, Кіпр, Латвія, Литва, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Австрія, Португалія, Словенія, Словаччина, Фінляндія.

² До ЄС входять 20 країн єврозони (EU20) та сім країн, які мають свою грошову одиницю (Болгарія, Чехія, Данія, Румунія, Польща, Швеція, Угорщина).

Євростат здійснює контроль стану державних фінансів країн – учасниць ЄС, застосовуючи штрафні процедури для країн-порушниць. Основою для такої роботи є національні рахунки (ESA 2010), інформація про державні витрати і доходи, різні методологічні положення, зокрема керівництво з підготовки статистики державного дефіциту та державного боргу¹. Розглянемо державний дефіцит та державний борг в країнах ЄС в 2019-2022р. (рис. 10.5, 10.6).

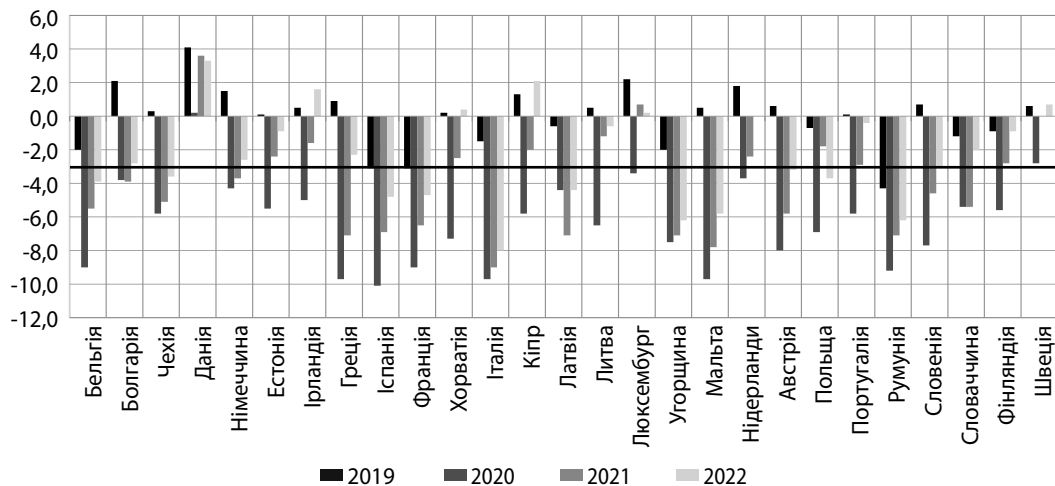


Рис. 10.5. Дефіцит(-)/профіцит(+) державного бюджету країн Європи у 2019–2022 рр., % ВВП

Побудовано за: Provision of deficit and debt data for 2022 - first notification. Euro area government deficit at 3.6% and EU at 3.4% of GDP. 2023. April 21. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/16349856/2-21042023-AP-EN>.

У 2022 р. 20 країн – членів ЄС характеризувалися дефіцитом державного бюджету (див. рис. 10.5): найбільший дефіцит в Італії (-8,0 %), Угорщині та Румунії (по -6,2 %) і Мальті (-5,8 %); 11 країн мали дефіцит понад 3 % ВВП. Шість країн мали профіцит; найбільший у Данії (+3,3 %), Кіпрі (+2,1 %) та Ірландії (+1,6 %). У Нідерландах сектор загального державного управління цілком збалансований.

На кінець 2022 р. найнижчі співвідношення державного боргу й ВВП зафіксовано в Естонії (18,4 %), Болгарії (22,9 %), Люксембурзі (24,6 %), Данії (30,1 %), Швеції (33,0 %) і Литві (38,4 %). Для 13 країн-членів співвідношення державного боргу і ВВП перевищувало граничну межу в 60 % ВВП. Найвищий державний борг у Греції (171,3 %), Італії (144,4 %), Португалії (113,9 %), Іспанії (113,2 %), Франції (111,6 %), Бельгії (105,1%) (див. рис. 10.6).

Країни – члени ЄС, котрі мають власну грошову одиницю, більш ретельно дотримуються нормативних показників щодо фіскальної стабільності – щодо гра-

¹ Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010. 2022 edition. Luxembourg : Publications Office of the European Union, 2023. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-manuals-and-guidelines/w/ks-gq-23-002>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

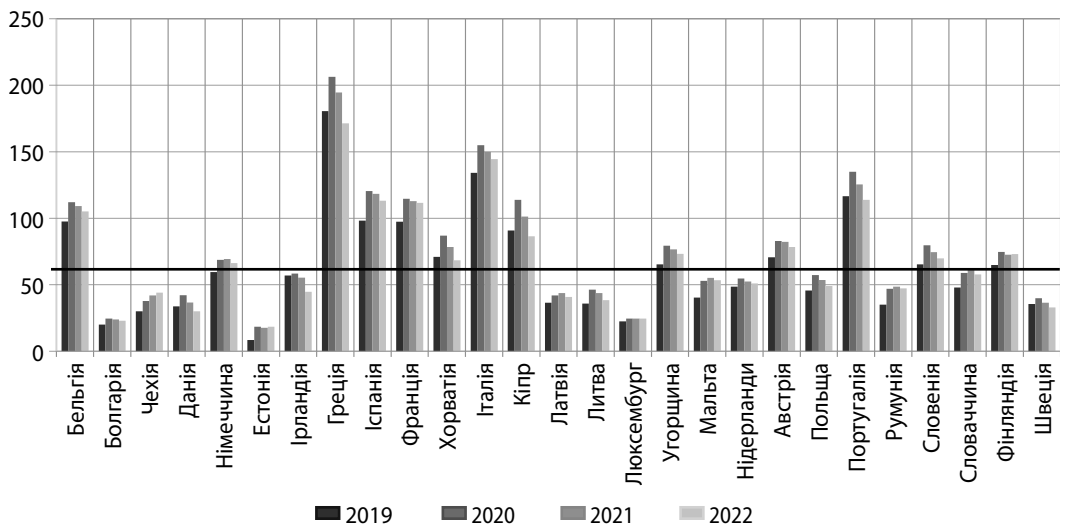


Рис.10.6. Державний борг країн Європи в 2019-2022рр., у % до ВВП.

Побудовано за: Provision of deficit and debt data for 2022 - first notification. Euro area government deficit at 3.6% and EU at 3.4% of GDP. 2023. April 21. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/16349856/2-21042023-AP-EN>.

ничних меж дефіциту державного бюджету та державного боргу. Наприклад, Данія протягом вказаного періоду характеризувалася профіцитом державного бюджету, Швеція мала дефіцит державного бюджету лише у 2020 р. Майже всі країни з власною грошовою одиницею (за винятком Угорщини) дотримувалися граничної межі й щодо державного боргу.

В умовах пандемії всім країнам було рекомендовано продовжувати підтримувати відновлення своїх економік після серйозного шоку, зберігаючи середньострокову фінансову стійкість. У рекомендаціях Європейської комісії щодо фінансової політики на 2020–2021 рр. зазначалося, що країни повинні “вжити всіх необхідних заходів для ефективної боротьби з пандемією, підтримки економіки та підтримки наступного відновлення”¹. Згодом, “коли дозволяють економічні умови”, країнам рекомендовано “проводити фінансову політику, спрямовану на досягнення розсудливої середньострокової фінансової позиції та забезпечення стійкості боргу, одночасно збільшуючи інвестиції”². Після закінчення пандемії фінансова політика повинна відновити коригування, передбачені Пактом стабільності та зростання³.

¹ The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.

² The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.

³ The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.

Фіскальний, монетарний, макрофінансовий аспекти протидії поширенню пандемії COVID-19 та боротьбі з її наслідками в розрізі країн світу добре висвітлено в матеріалах МВФ¹, а також публікаціях інших міжнародних організацій. Використовуючи ці матеріали, розглянемо основні заходи фіскальної політики протидії поширенню пандемії COVID-19 деяких європейських країн, а саме: Німеччини, Франції, Італії, Польщі.

Фіскальна політика протидії поширенню пандемії COVID-19 в Німеччині. Для подолання кризи COVID-19 та підтримки економічного відновлення федеральний уряд Німеччини прийняв три додаткові бюджети: у березні 2020 р. 156 млрд євро (4,7 % ВВП); у червні 2020 року 130 млрд євро (3,9 % ВВП); у березні 2021 року 60 млрд євро (1,7 % ВВП);

Перший додатковий бюджет спрямовувався на²: витрати на медичне обладнання, потужності лікарень, дослідження та розробки, зокрема розроблення вакцини; розширений доступ до субсидій на короткострокову роботу ("Kurzarbeit") для збереження робочих місць і доходів працівників, розширення допомоги по догляду за дитиною для батьків із низькими доходами та легший доступ до базової підтримки доходу для самозайнятих осіб; надання 50 млрд євро грантів власникам малого бізнесу та самозайнятим особам, які серйозно постраждали від спалаху COVID-19, включаючи безпроцентні відстрочки на сплату податків до кінця року та 2 млрд євро фінансування венчурного капіталу для стартапів, тимчасово збільшену тривалість страхування на випадок безробіття та допомоги у відпустці по догляду за дитиною.

Пакет стимулів у червні 2020 р. охоплював тимчасове зниження ПДВ, підтримку доходів для сімей, гранти для потерпілих МСП, фінансову підтримку для місцевих органів влади, розширені кредитні гарантії для експортерів і банків, що фінансують експорт, а також субсидії/інвестиції в зелену енергетику та цифровізацію. У серпні уряд збільшив максимальну тривалість короткострокової допомоги з 12 до 24 місяців. Водночас через створений фонд економічної стабілізації (WSF) і державний банк розвитку KfW уряд розширив обсяг доступних гарантій і доступ до державних гарантій для компаній різного розміру, кредитних страховиків і некомерційних установ, окремі з яких мали право на гарантії до 100 %, збільшуючи загальний обсяг щонайменше на 757 млрд євро (24 % ВВП). WSF і KfW також пропонували засоби для вливання державного капіталу в компанії стратегічного значення.

Окрім фіскального пакета федерального уряду, багато місцевих органів влади (земель і муніципалітетів) оголосили про власні заходи для підтримки своєї економіки, що становило 141 млрд євро прямої підтримки та приблизно 70 млрд євро державних кредитних гарантій. Зіткнувшись із новими хвилями зараження та відповідним блокуванням, уряд запровадив додаткові фіскальні заходи для підтримки

¹ Policy responses to COVID-19. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#>.

² Policy responses to COVID-19. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#>.

сімей і молодих працівників, а також посилив наявні для підтримки постраждалих підприємств, включаючи компенсацію доходу за листопад – грудень 2020 року (до 75 %), розширений доступ до грантів, субсидій на навчання, державних гарантій позик і повернення податкових втрат. Деякі з цих заходів було продовжено до 2021 р. Додатковий бюджет на 2021 р. підтримав ці заходи разом із витратами на охорону здоров'я.

Фіскальна політика протидії поширенню пандемії COVID-19 у Франції. Протягом березня – листопада 2020 р. влада Франції запровадила чотири закони про внесення змін до бюджету, збільшивши фінансовий пакет, виділений на подолання кризи, приблизно до 180 млрд євро (близько 8 % ВВП, включаючи заходи ліквідності). Це додавало пакет державних гарантій у розмірі 327,5 млрд євро (близько 15 % ВВП), включаючи 315 млрд євро у вигляді гарантій банківських позик і схем перестраховування кредитів.

Основні заходи фіскальної підтримки охоплювали¹: оптимізацію та підвищення медичного страхування для хворих або осіб, які за ними доглядають; збільшення витрат на медичне забезпечення; підтримку ліквідності шляхом відтермінування виплат соціального страхування та податків для компаній та прискореного відшкодування податкових кредитів (наприклад, СІТ та ПДВ); підтримку заробітної плати працівників за схемою скороченої зайнятості; пряму фінансову підтримку постраждалих мікропідприємств, вільних професій і незалежних працівників, а також домогосподарств із низькими доходами; відстрочення сплати орендної плати та комунальних платежів для постраждалих мікропідприємств та МСП; додаткові асигнування на інвестиції в акціонерний капітал або націоналізацію компаній, які перебувають у скрутному становищі; сприяння наданню виняткових премій, звільнених від внесків на соціальне страхування; продовження терміну дії допомоги по безробіттю до закінчення карантину та збереження прав і пільг за інвалідністю й за програмами активного солідарного доходу; заходи підтримки для найбільш постраждалих секторів (наприклад, стимули для придбання більш екологічних транспортних засобів та підтримку екологічних інвестицій для автомобільного та аерокосмічного секторів).

Бюджет на 2021 р. включав додаткове фінансування для програм надзвичайних ситуацій, яке згодом було розширено на тлі поточних заходів стримування (близько 3 % ВВП). Також бюджет містив ключові елементи фіскального пакета ("Plan de Relance"), оголошеного у вересні 2020 р. для підтримки відновлення французької економіки. План відновлення охоплював заходи на суму близько 100 млрд євро протягом двох років і зосереджувався на екологічній трансформації економіки, підвищенні конкурентоспроможності французьких фірм і підтримці соціальної та територіальної єдності. Очікувалося, що близько 40 млрд плану буде покрито грантами з Фонду відновлення ЄС.

Фіскальна політика протидії поширенню пандемії COVID-19 в Італії. Уряд прийняв надзвичайний пакет "Cura Italia" (17 березня 2020 р.) на суму 25 млрд євро

¹ Policy responses to COVID-19. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#>.

(1,6 % ВВП). Він охоплював¹: кошти на зміцнення італійської системи охорони здоров'я та цивільного захисту (3,2 млрд євро); заходи щодо збереження робочих місць і підтримки доходів звільнених працівників і самозайнятих осіб (10,3 млрд євро); інші заходи підтримки бізнесу, включаючи відстрочення сплати податків і відтермінування платежів за комунальні послуги в найбільш постраждалих муніципалітетах (6,4 млрд євро); заходи щодо підтримки пропозиції кредитів (5,1 млрд євро).

Декрет уряду про ліквідність (6 квітня 2020 р.) дозволив додаткові державні гарантії на суму до 400 млрд євро (25 % ВВП). Гарантійний пакет від цієї та попередніх схем спрямовувався на розблокування понад 750 млрд євро (близько 50 % ВВП) ліквідності для підприємств і домашніх господарств.

Уряд прийняв додатковий пакет фінансових заходів (15 травня 2020 р.) на 55 млрд євро (3,5 % ВВП). Він передбачав, серед іншого, подальшу підтримку доходів для сімей (14,5 млрд євро), кошти для системи охорони здоров'я (3,3 млрд євро) та інші заходи для підтримки бізнесу, у т. ч. гранти для МСП і відстрочення сплати податків (16 млрд євро).

Після схвалення парламентом додаткового відхилення від дефіциту на 25 млрд євро (1,6 % ВВП) уряд ухвалив третій пакет підтримки (8 серпня 2020 р.). Трудові та соціальні заходи (12 млрд євро) передбачали, серед іншого, додаткову підтримку доходів сімей і деяких працівників, розширення програми скороченої роботи та призупинення внесків на соціальне страхування для нових наймів. Іншими ключовими заходами були продовження мораторію на погашення боргів МСП та терміни погашення податкових зобов'язань.

Урядовий пакет (27 жовтня 2020 р.) на 5,4 млрд євро (0,3 % ВВП) спрямовувався на надання швидкої допомоги секторам, які постраждали від останнього раунду заходів зі стримування COVID. Заходи включали гранти для 460 тис. МСП та самозайнятих осіб, а також подальшу підтримку доходів сімей. Уряд також продовжив звільнення від соціальних внесків для постраждалих підприємств.

Урядові додаткові пакети (19 березня та 20 травня 2021 р.) на суму близько 72 млрд євро мав на меті розширення підтримки бізнесу та працівників, які постраждали від пандемії, а також стимулювання економіки. Вони включали компенсацію підприємствам і самозайнятим особам (пропорційно до втрати обороту в 2020 році), а також продовження заборони на звільнення (до кінця червня) і схем скороченої роботи.

Фінансова політика протидії поширенню пандемії COVID-19 в Польщі. Реакція фінансової політики на першу хвилю пандемії була значною – у 116 млрд злотих (5,2 % ВВП). Також було затверджено нові кредитні гарантії та мікропозики для підприємств на суму 74 млрд злотих (3,3 % ВВП). Крім того, Польський фонд розвитку профінансував програму ліквідності для бізнесу на 100 млрд злотих (4,5 % ВВП).

¹ Policy responses to COVID-19. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#>.

Основні заходи охоплювали¹:

- додаткові кошти на лікарняне обладнання та приладдя;
- субсидії на заробітну плату працівникам постраждалих підприємств та самозайнятим особам. Підприємства, незалежно від розміру, можуть претендувати на тримісячну субсидію у разі припинення роботи або скорочення робочого часу. Ця дотація покривала внески на соціальне страхування і становила від 50 до 90 % мінімальної заробітної плати за кожного працівника залежно від зафіксованого зниження плинності кадрів у 2020 р. Субсидія включала працівників, звільнених у відпустку;
- збільшення гарантій національного банку розвитку (BGK) для підприємств. Мав бути створений новий Фонд гарантування ліквідності в BGK, який пропонував би гарантії за позиками, взятими середніми та великими компаніями;
- додаткові кредити для мікрофірм;
- відстрочення або скасування внесків на соціальне страхування. Для мікропідприємств із кількістю працівників до 9 осіб внески на соціальне страхування покривалися з бюджету протягом 3 місяців. Для підприємств із кількістю працівників від 10 до 49 осіб з бюджету сплачувалося 50 % внесків на соціальне страхування. Були можливими відстрочка, оплата частинами або скасування податків. Самозайняті особи та працівники, які працювали за цивільно-правовими договорами, могли отримати одноразову допомогу;
- вирахування збитків 2020 р. для податкового розрахунку за 2021 р. (податкові декларації за 2019 р. могли бути виправлені з метою вирахування збитків 2020 р. з доходу за 2019 р.);
- допомогу батькам малолітніх дітей у зв'язку із закриттям школи;
- “Допомогу солідарності” для тих, хто втратив роботу після 15 березня, що виплачувалася протягом трьох місяців (червень – серпень);
- збільшення допомоги по безробіттю на 39 % протягом перших 90 днів безробіття; для підтримки місцевої індустрії туризму та сімей з дітьми запровадження туристичного ваучера, який надавав кожній дитині, яка мала право на пільги Family 500+, одноразовий ваучер на суму 500 злотих, котрий можна було витратити в готелях або на туристичних заходах у Польщі;
- створення нового фонду (COVID Fund), призначеного для боротьби з негативним впливом пандемії, з розміром балансу 100 млрд злотих (доходи та витрати 100 млрд злотих). Фонд контролювався прем'єр-міністром, але кошти з нього передавалися різним міністрам та іншим установам, які брали участь у боротьбі з негативними наслідками пандемії. Доходи збільшувалися за рахунок випуску облігацій BGK (гарантувалися Державним казначейством);
- фінансову підтримку інвестиційних завдань, якими керували місцеві органи влади (згідно з постановою уряду, до 12 млрд злотих мало бути спрямовано на посилення інвестиційних процесів у місцевих органах влади як Урядовий

¹ Policy responses to COVID-19. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#>.

фонд місцевих інвестицій). Підтримка передавалася на проекти вартістю щонайменше 400 тис. злотих. Мета нового механізму полягала у пожевавленні державних інвестицій у підсектор місцевого самоврядування. Фінансування забезпечувало би Фонд COVID, і в результаті його баланс міг бути збільшений на додаткові 12 млрд злотих (в аспекті доходів і витрат). Місцева влада могла витратити ці кошти до кінця 2022 р.;

- субсидії процентної ставки за банківськими кредитами, наданими для забезпечення фінансової ліквідності підприємців, які постраждали від COVID-19. Новий фонд у BGK (Фонд субсидій) було створено задля підтримки компаній, які постраждали від пандемії, шляхом виплати субсидій для зниження процентних ставок за оборотними кредитами, наданими банками. Фіскальна вартість нового механізму для бюджету на 2020 р. мала становити до 0,3 млрд злотих;
- Польський фонд розвитку надавав кредити для підтримки ліквідності та субсидії для мікро-, малих/середніх та великих підприємств. Загальна вартість програми становила 100 млрд злотих. До 70 % фінансування могло бути безповоротним за умови виконання відповідних умов щодо збереження роботи, продовження господарської діяльності та рівня втрачених продажів;
- продовження дозволів для іноземних працівників для їх перебування в Польщі та роботи;
- додаткову підтримку державних інвестицій у дорожню та залізничну інфраструктуру. Також 1 млрд злотих спрямовувався на підтримку операційного стану компаній, які керують аеропортами.

10.3. Вплив пандемії COVID-19 на рішення інститутів фіскальної влади: досвід Європейського Союзу

Надзвичайна ситуація, спричинена COVID-19, що перебувала поза контролем держав-членів, вимагала узгодженого та єдиного підходу на рівні ЄС. Щоб запобігти подальшому загостренню економічної кризи, скороченню рівня зайнятості та соціальної згуртованості, а також сприяти стійкому та стабільному відновленню економічної активності, виникло розуміння запровадити виняткову та скоординовану програму економічної та соціальної підтримки в дусі солідарності між державами-членами, зокрема для тих держав-членів, які особливо сильно постраждали. У грудні 2020 р. було ухвалено рішення про створення Інструменту відновлення Європейського Союзу для підтримки відновлення після кризи COVID-19 (European Union Recovery Instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 crisis)¹.

Між Європейським Парламентом, Радою Європейського Союзу та Європейською комісією 16 грудня 2020 р. укладено міжінституційну угоду щодо бюджетної

¹ Council Regulation (EU) 2020/2094 of 14 December 2020 establishing a European Union Recovery Instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 crisis. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R2094>.

дисципліни, співпраці у бюджетних питаннях та належного фінансового управління, а також щодо нових власних ресурсів, включаючи дорожню карту стосовно впровадження нових власних ресурсів¹.

Згідно зі встановленими нормами і правилами всі держави – члени ЄС повинні: уникати проциклічної бюджетно-податкової політики, а заходи фінансової консолідації більшою мірою мають здійснювати в економічно сприятливі періоди часу; організовувати бюджетний процес на засадах транспарентності; розробляти середньострокові бюджети, які охоплюють операції всіх підсекторів сектору загального державного управління; дотримуватися встановлених фінансових правил, котрі є складовою бюджетних рамок (budgetary framework) та мають бути відображені в щорічному бюджетному законодавстві держав-членів й узгоджені з нормами Договору про функціонування ЄС; національне фінансове планування повинне відповідати вимогам превентивної і коригуючої частин Пакту стабільності та зростання; забезпечити фінансове планування на основі реалістичних макроекономічних і бюджетних прогнозів з використанням найповнішої інформації на останню дату. Бюджетне планування має ґрунтуватися на найбільш імовірному сценарію макроекономічного розвитку країни. Макроекономічні й бюджетні прогнози країни повинні відповідати останнім оновленим прогнозам Європейської комісії та, в разі потреби, прогнозам незалежних фінансових інституцій².

Під час пандемії COVID-19 Європейська комісія запропонувала Раді ЄС застосувати повну гнучкість, передбачену у фінансовій системі ЄС (European Fiscal Framework Flexibility), для реалізації заходів, необхідних для стримування спалаху коронавірусу та пом'якшення його негативних соціально-економічних наслідків. По-перше, Європейська комісія вважала, що пандемія COVID-19 кваліфікувалась як “незвичайні події, що перебувають поза межами контролю уряду”. Це давало змогу здійснити виняткові бюджетні витрати для стримування спалаху COVID-19, якот видатки на охорону здоров'я та цільові заходи допомоги підприємствам та працівникам. По-друге, Комісія рекомендувала державам-членам коригувати фінансові зусилля в разі економічного спаду чи значного падіння ділової активності. Нарешті, Комісія запропонувала Раді ЄС з питань економіки і фінансів призупинити впровадження заходів фінансового коригування, рекомендованих Радою ЄС у випадку сильного економічного спаду в країнах єврозони або в межах Євросоюзу загалом³.

¹ Interinstitutional Agreement of 16 December 2020 between the European Parliament, the Council of the European Union and the European Commission on budgetary discipline, on cooperation in budgetary matters and on sound financial management, as well as on new own resources, including a roadmap towards the introduction of new own resources. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020Q1222\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020Q1222(01)&from=EN).

² Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States. P. 43–44. URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:306:0041:0047:en:PDF>.

³ Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the European Central Bank, the European Investment Bank and the Eurogroup. Coordinated economic response to the COVID-19 Outbreak. COM (2020) 112 final. 2020. March 13. P. 10–1. URL: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:91687006-6524-11ea-b735-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF.

У Повідомленні зазначалися три можливі джерела гнучкості у фіскальній системі ЄС, щоб дозволити “необмежену” фіскальну відповідь на пандемію COVID-19: (i) класифікація всіх заходів, пов’язаних з кризою, як разові; (ii) застосування гнучкості, наданої в рамках незвичного положення про подію, у рамках превентивної складової Пакту стабільності та зростання; (iii) перегляд необхідних фіскальних зусиль у світлі погіршення економічної ситуації у перспективі. Міністри фінансів ЄС 23 березня 2020 р. схвалили зазначену ініціативу Єврокомісії¹.

Підтримка за рахунок ресурсів Інструменту відновлення після пандемії COVID-19 передбачала, зокрема, фінансування таких заходів для подолання несприятливих економічних наслідків кризи COVID-19 або негайних потреб у фінансуванні, щоб уникнути повторної появи цієї кризи: (a) заходи щодо відновлення зайнятості та створення робочих місць; (b) заходи у формі реформ та інвестицій для пожвавлення потенціалу сталого зростання та зайнятості з метою посилення єдності між державами-членами та підвищення їх стійкості; (c) заходи для підприємств, які постраждали від економічного впливу кризи COVID-19, зокрема заходи, які приносять користь МСП, а також підтримка інвестицій у діяльність, яка є важливою для зміцнення сталого зростання в Союзі, включаючи прямі фінансові інвестиції в підприємства; (d) заходи щодо досліджень та інновацій у відповідь на кризу COVID-19; (e) заходи для підвищення рівня готовності ЄС до кризових ситуацій та забезпечення швидкого й ефективного реагування Союзу у випадку серйозних надзвичайних ситуацій, включаючи такі заходи, як накопичення основних засобів і медичного обладнання та придбання необхідної інфраструктури для швидкого реагування на кризу; (f) заходи для забезпечення того, щоб справедливий перехід до кліматично нейтральної економіки не був підірваний кризою COVID-19; (g) заходи щодо подолання впливу кризи COVID-19 на розвиток сільського господарства та сільських територій².

Обсяг фінансування Інструменту відновлення ЄС становить 750 млрд євро (в постійних цінах 2018 р.). Зазначена сума розподіляється таким чином: 384,4 млрд євро у формі безповоротної підтримки та поворотної підтримки за допомогою фінансових інструментів; 360 млрд євро у вигляді позик державам-членам для програми фінансування відновлення та економічної і соціальної стійкості через підтримку реформ та інвестицій; 5,6 млрд євро для забезпечення бюджетних гарантій та відповідних витрат для програм, спрямованих на підтримку інвестиційних операцій у сфері внутрішньої політики ЄС³.

¹ Council of the EU. Statement of EU ministers of finance on the Stability and Growth Pact in light of the COVID-19 crisis URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/>.

² Council Regulation (EU) 2020/2094 of 14 December 2020 establishing a European Union Recovery Instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 crisis. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R2094>.

³ Council Regulation (EU) 2020/2094 of 14 December 2020 establishing a European Union Recovery Instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 crisis. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R2094>.

Серед нових країн ЄС найбільший обсяг безповоротної фінансової підтримки за рахунок коштів Фонду відновлення та стійкості виділено (млн євро, ціни 2022 р): Польщі – 22 526,9; Румунії – 12 128,8; Чеській Республіці – 7675,7; Словаччині – 6007,3; Угорщині – 5812,7; Болгарії – 5690,3; Хорватії – 5511,8; Литві – 2099,7 млн євро¹. Наведені дані містять результати проведеного в червні 2022 р. коригування розміру грантової підтримки коштом Фонду відновлення та стійкості ЄС відповідно до ст. 11(2) Регламенту (ЄС) 2021/241².

Лева частка грантової підтримки за рахунок ресурсів Фонду відновлення та стійкості серед нових держав ЄС припадає на три країни: Польщу, Румунію і Чеську Республіку. Польща є найбільшим отримувачем грантів з-поміж усіх 27 держав-членів. Її частка в загальному обсязі безповоротної допомоги в межах великомасштабного Фонду відновлення ЄС сягає 10,8 %³.

У березні 2020 р. Європейська комісія за допомогою коронавірусної інвестиційної ініціативи (Coronavirus Response Investment Initiative, CRII) запропонувала спрямувати 37 млрд євро в рамках політики згуртування (Cohesion Policy) на вирішення нагальних проблем, що виникли в умовах спалаху COVID-19, та повністю імплементувала цю законодавчу ініціативу протягом 2020 р. шляхом виняткових та прискорених процедур⁴.

Більше того, 28 млрд євро ще нерозподілених коштів структурних фондів, включаючи національні внески, були спрямовані на боротьбу з кризою COVID-19, забезпечуючи тим самим державам-членам необхідні джерела фінансування. Комісія створила цільову групу на найвищому рівні для роботи з державами-членами, щоб забезпечити можливість цього додаткового фінансування. Загальний обсяг ресурсів коронавірусної інвестиційної ініціативи, чинної з 1 квітня 2020 р., становить 65 млрд євро⁵.

У контексті кризи COVID-19 необхідно було зміцнити поточну структуру для надання підтримки державам-членам за допомогою інноваційного інструменту. З цих міркувань було ухвалено рішення створити Фонд відновлення та стійкості (Recovery and Resilience Facility, RRF) для надання ефективної та значної фінансо-

¹ RRF: Update of the maximum financial contribution. Commission note to the Council and European Parliament 30 June 2022. URL: <https://commission.europa.eu/system/files/2023-05/2022%2006%2030%20update%20maximum%20financial%20contribution%20RRF%20grants.pdf>

² Regulation (EU) 2021/241 of the European Parliament and of the Council of 12 February 2021 establishing the Recovery and Resilience Facility. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>

³ RRF: Update of the maximum financial contribution. Commission note to the Council and European Parliament 30 June 2022. URL: <https://commission.europa.eu/system/files/2023-05/2022%2006%2030%20update%20maximum%20financial%20contribution%20RRF%20grants.pdf>

⁴ Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the European Central Bank, the European Investment Bank and the Eurogroup. Coordinated economic response to the COVID-19 Outbreak. COM (2020) 112 final. 2020. March 13. URL: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:91687006-6524-11ea-b735-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

⁵ Annual Report 2021 / European Fiscal Board. P. 30. URL: https://commission.europa.eu/system/files/2021-11/annual_report_2021_efb_en_1.pdf

вої підтримки з метою прискорення впровадження стійких реформ та відповідних державних інвестицій у країнах-членах. Фонд є спеціальним інструментом, призначеним для подолання несприятливих ефектів і наслідків кризи COVID-19 у Союзі. Він має бути всеосяжним і повинен використовувати досвід, набутий Комісією та державами-членами від використання інших інструментів і програм. Приватні інвестиції також можна стимулювати за допомогою державних інвестиційних схем, включаючи фінансові інструменти, субсидії, податкові пільги, інвестиційні знижки та інші інструменти, за умови дотримання правил надання державної допомоги. Реформи та інвестиції в рамках RRF також мають створити європейську додану вартість¹.

Типи фінансування й методи впровадження згідно з цим Регламентом слід обирати на основі їхньої здатності досягати конкретних цілей дій та давати результати, беручи до уваги, зокрема, витрати на контроль, адміністративний тягар та очікуваний ризик невідповідності. Безповоротна фінансова підтримка в рамках RRF повинна набувати форму внеску Союзу *sui generis*, який визначається на основі максимального фінансового внеску, розрахованого для кожної держави-члена і, враховуючи оцінені загальні витрати на план відновлення та стійкості, повинен виплачуватися на основі досягнення результатів з посиланням на етапи та цілі планів відновлення та стійкості².

Виплати ресурсів з RRF пов'язані з результатами та показниками ефективності. Комісія дозволяє виплати на основі виконання групи етапів та цілей, що відображають прогрес у реформах та інвестиціях національного плану відновлення та стійкості. Оскільки виплати можуть здійснюватися максимум двічі на рік, не може бути більше двох груп етапів та цілей на рік.

Коштом RRF надаються гранти і кредити для підтримки реформ та інвестицій у процесі постковідного відновлення держав – членів ЄС. Загальний обсяг Фонду становить 723 млрд євро, з яких у вигляді кредитів країнам ЄС надається 385 млрд євро, у вигляді грантів – 338 млрд євро (у цінах 2022 р.)³. RRF розпочав діяльність у лютому 2021 р. Він фінансує реформи та інвестиції держав-членів із початку пандемії COVID-19 у лютому 2020 р. до кінця грудня 2026 р. Держави-члени подають свої плани відновлення та стійкості до Європейської комісії, вказуючи заплановані реформи та інвестиції, які мають бути здійснені до кінця 2026 р., щоб отримати фінансування в межах узгодженого розподілу.

Польща й Угорщина досі не отримують у повному обсязі кошти з RRF через невиконання рекомендацій Європейської комісії щодо усунення недоліків у засто-

¹ Regulation (EU) 2021/241 of the European Parliament and of the Council of 12 February 2021 establishing the Recovery and Resilience Facility. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>.

² Regulation (EU) 2021/241 of the European Parliament and of the Council of 12 February 2021 establishing the Recovery and Resilience Facility. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>.

³ Ensuring the EU is prepared for future challenges and opportunities / European Commission. URL: https://next-generation-eu.europa.eu/recovery-and-resilience-facility_en#paragraph_116.

суванні принципів верховенства права (Rule of Law). У четвертому щорічному звіті про верховенство права від 05.06.2023 в ЄС вказано, що з-поміж 12 рекомендацій, які минулого року виконавчий орган ЄС надав Польщі, у половині – починаючи від незалежності судової влади й закінчуючи свободою ЗМІ та антикорупційними заходами – не було досягнуто “жодного прогресу”. Стосовно судової реформи відзначено недотримання Польщею принципів незалежності суддів та засад призначення суддів Верховного суду¹.

Європейська комісія пильно відстежує виконання цілей і завдань національних планів відновлення та стійкості. Так, Комісія призупинила у 2023 р. виплату Уряду Італії третього траншу коштів RRF через невиконання цілі щодо реформи розміщення студентів під час навчання. Обсяг коштів призупиненого траншу становив 18,5 млрд євро².

Отже, реалізація цілей і завдань Фонду відновлення та стійкості запускає масштабні реформи та інвестиції в широкий спектр секторів, включаючи охорону здоров'я, і сприяє економічному зростанню, конкурентоспроможності та стійкості ЄС. Пандемія COVID-19 виявила структурні недоліки в системах охорони здоров'я по всьому Європейському Союзу, тому реформи та інвестиції необхідні для зміцнення потенціалу, якості й стійкості цих систем. Такі реформи та інвестиції не тільки підготують ЄС до майбутніх криз, вони є важливими з огляду на зростаючий попит на медичне обслуговування внаслідок значного старіння населення.

В основу нормативного забезпечення розвитку та удосконалення системи охорони здоров'я покладено положення ст. 114(3) Договору про функціонування ЄС. Ця стаття містить, зокрема, таку імперативну норму: у своїх пропозиціях щодо здоров'я, безпеки, охорони довкілля та захисту прав споживачів, Європейська комісія бере за основу високий рівень захисту з урахуванням, у т. ч., будь-яких нових наукових досягнень³.

Послуги охорони здоров'я є одним із найважливіших секторів економіки в Європі, на нього припадає майже 10 % ВВП, 15 % державних витрат і 8,3 % загальної робочої сили в ЄС⁴. Здоровіше населення та робоча сила сприяють вищій продуктивності та стимулюють економічне зростання. Першочергову важливість здоров'я населення підкреслила криза сектору громадського здоров'я внаслідок пандемії

¹ 2023 Rule of Law Report. Country Chapter on the rule of law situation in Poland. SWD(2023) 821 final.2023. July 5. 47 p. URL: https://commission.europa.eu/system/files/2023-07/48_1_52627_coun_chap_poland_en.pdf.

² PNRR, il Governo individua soluzione che consentirà di incassare tutti i 35 miliardi di terza e quarta rata per il 2023. 20 Luglio. URL: <https://www.governo.it/it/articolo/pnrr-il-governo-individua-soluzione-che-consentir-di-incassare-tutti-i-35-miliardi-di-terz>.

³ Consolidated version of the Treaty on Functioning of the European Union (Consolidated version 2016). Title I. Chapter 1: Economic Policy. Article 5(1). URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C_2016.202.01.0001.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2016%3A202%3AFULL#C_2016202EN.01004701.

⁴ European Recovery and resilience scoreboard. Thematic analysis. Healthcare / European Commission. P. 2. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/assets/thematic_analysis/5_Health.pdf.

COVID-19, яка виявила структурні слабкі місця в системах охорони здоров'я в ЄС. Ключовий урок полягає в тому, що необхідні додаткові реформи та інвестиції, аби посилити потенціал, якість і стійкість систем охорони здоров'я.

Криза COVID-19 виявила важливість невідкладних реформ та збільшення інвестування в сектор охорони здоров'я. Також надзвичайно важливо інвестувати в економічну, соціальну та інституційну стійкість, щоб підвищити готовність до криз та спроможність своєчасно й адекватно реагувати. Держави – члени ЄС внесли до своїх національних планів стабільності та зростання, що надаються до Європейської комісії, заходи з реформування та обсяги інвестування для підвищення стійкості, доступності і якості охорони здоров'я, включаючи заходи щодо цифровізації і підвищення ефективності державного управління зазначеним сектором. На фінансування стійкості, доступності та якості медичних послуг заплановано виділити 49 % видатків на підтримку охорони здоров'я¹.

На тлі пандемії COVID-19 Єврокомісія продовжувала працювати над створенням сильного Європейського союзу охорони здоров'я (European Health Union). У 2020 р. прийнято пакет заходів, щоб покращити оснащення проти майбутніх криз у сфері охорони здоров'я та забезпечити вищий рівень надійності цієї системи. Зокрема, Комісія внесла пропозиції щодо перегляду регламенту про Рішення стосовно транскордонних загроз здоров'ю, а також посилення мандату Європейського центру контролю та превенції захворювань (ECDC) і Європейського агентства з лікарських засобів (EMA).

У 2020 р. в рамках Європейського семестру всі 27 держав-членів вперше отримали спеціальні рекомендації (Country Specific Recommendations, CSRs), в яких визначені напрями комплексного забезпечення охорони здоров'я в умовах пандемії COVID-19. Очікується, що затверджені національні плани відновлення та стійкості зроблять свій внесок до ефективного вирішення проблем, визначених у CSRs у рамках Європейського семестру. Адже стійкість системи охорони здоров'я уособлює один із шести стовпів RRF. Проблеми, охоплені CSRs, стосуються, зокрема, такого: стійкість систем охорони здоров'я, наявність критично важливих медичних виробів, фінансова спроможність системи охорони здоров'я в умовах кризи; дефіцит медичних працівників та належних умов праці під час пандемії COVID-19; інфраструктура електронної системи охорони здоров'я та її розгортання; доступ до закладів охорони здоров'я та доступність медичної допомоги (включаючи відмінності між регіонами), перехід медичної допомоги від лікарень до амбулаторної допомоги, а також загальна координація та інтеграція медичного догляду.

Усі 22 національні плани відновлення та стійкості, затверджені Європейською комісією, містять заходи, пов'язані з охороною здоров'я. Загальні витрати на фінансування закладів охорони здоров'я, становлять приблизно 37 млрд євро, або 8 % загальних витрат національних планів. З цієї суми близько 25 млрд євро інвестицій спрямовується у будівництво нової або модернізацію наявної інфра-

¹ Health, and economic, social and institutional resilience / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/health.html.

структури охорони здоров'я (включно з медичним обладнанням, з яким пов'язана реконструкція сектору)¹. Нові країни ЄС у своїх національних планах встановили такі обсяги фінансування охорони здоров'я (млн євро): Румунія – 2850; Словаччина – 1268; Чехія – 1136; Хорватія – 354; Естонія – 326; Литва – 257; Словенія – 225; Латвія – 182; Кіпр і Мальта – по 70².

Велика кількість інвестицій сконцентрована на цифровому переході в системі охорони здоров'я (e-health). Плани містять заходи цифрових технологій охорони здоров'я, які сприяють досягненню цілі щодо виділення принаймні 20 % їх загального бюджету на цифровий перехід. Загальні витрати на цифровий перехід у сфері охорони здоров'я становлять приблизно 12 млрд євро. Одна країна – Хорватія включила до свого плану відновлення інвестиції у розробки програмного рішення, яке, спираючись на технологію блокчейн, має забезпечити моніторинг даних про запаси всіх ліків, щоб передбачити та запобігти їх дефіциту.

Очікується, що реформи, які підтримують цифрову трансформацію охорони здоров'я, сприятимуть розвитку нових цифрових послуг, у т.ч. пов'язаних із телемедициною й оцифруванням обліку наданих медичних послуг. Деякі реформи спрямовані на вдосконалення функціонування мережі лікарень для оптимізації надання допомоги спеціалізованими закладами і лікарями загальної практики. Інші реформи стосуються регулювання ринку лікарських засобів та медичних виробів для покращення доступу до лікарських засобів та надання стимулів для інвестицій у дослідження та розробки фармацевтичних компаній.

Підкреслимо, що реформи зосереджені на покращенні фінансової стійкості систем охорони здоров'я. Враховуючи, що попит на медичні послуги в ЄС, включно з частиною, яка фінансується державою, ймовірно, найближчим часом зросте, важливо забезпечити, щоб державні фінанси були в змозі профінансувати таке збільшення видатків без зростання державного боргу. У цьому контексті плани включають кілька реформ, спроможних зробити системи охорони здоров'я ефективнішими, що, у свою чергу, сприятиме покращанню стану їхньої фінансової стійкості в довгостроковій перспективі та зробить їх здатними задовольнити підвищений попит на медичні послуги у стійкий спосіб. Ключові реформи зосереджені на вдосконаленні управління системами охорони здоров'я шляхом підвищення їхньої прозорості й інтеграції, оптимізації пакетів пільг та схем розподілу витрат відповідно до критеріїв економічної ефективності, зберігаючи доступ до медичних послуг при переході від орієнтації на лікарню до моделі первинної медичної допомоги та профілактики, а також посилення економічно ефективного використання та доступності ліків.

¹ European Recovery and resilience scoreboard. Thematic analysis. Healthcare / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/assets/thematic_analysis/5_Health.pdf; Health, and economic, social and institutional resilience / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/health.html.

² European Recovery and resilience scoreboard. Thematic analysis. Healthcare / European Commission. P. 3. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/assets/thematic_analysis/5_Health.pdf.

Європейська комісія 20 червня 2023 р. ухвалила спільне повідомлення до Європейського Парламенту, Європейської Ради та Ради ЄС “Про європейську стратегію економічної безпеки”¹. Мета цієї стратегії – захист економічної безпеки ЄС, посилення стійкості економіки, забезпечення основ надійної оцінки та управління ризиками для економічної безпеки на рівні ЄС, національному та бізнес-рівнях, зберігаючи та збільшуючи економічний динамізм. Це особливо важливо впровадити в час, коли ці ризики швидко розвиваються та зливаються з проблемами національної безпеки. Яскравим прикладом є швидкість, з якою з’являються нові технології та стирають межі між цивільним і військовим секторами.

Встановлення правильного балансу має важливе значення і може гарантувати, що економічні інтереси та інтереси безпеки підсилюють один одного. Досягнення цього залежатиме від трьох пріоритетів: 1) сприяння підвищенню власної конкурентоспроможності; 2) надійний захист від ризиків для економічної безпеки; 3) партнерство з якнайширшим можливим колом країн, котрі поділяють стурбованість ЄС або інтереси щодо економічної безпеки. Підвищення конкурентоспроможності можна досягти шляхом поглиблення єдиного ринку, інвестування в економіку майбутнього за допомогою розумної макроекономічної політики та політики згуртованості, інструментів NextGenerationEU, інвестування в людський капітал тощо. Це вимагатиме диверсифікації джерел постачання ресурсів, експортних ринків, сприяння посиленню дослідницької та промислової бази в таких стратегічних сферах, як сучасні напівпровідники, квантові обчислення, біотехнології, чиста енергія чи критично важлива сировина.

Комісія і Високий представник з питань зовнішньої політики ЄС визначили такі широкі та невичерпні категорії ризиків для економічної безпеки, а саме ризики, пов’язані з: 1) стійкістю ланцюгів постачання; 2) фізичною та кібербезпекою критичної інфраструктури; 3) технологічною безпекою та несанкціонованим витоком розроблених технологій; 4) використання економічної залежності чи економічного примусу як зброї проти ЄС. Ці ризики можуть виникати вздовж усього ланцюжка створення вартості, від створення знань і фундаментальних досліджень до їх комерційного застосування у виробництві.

Висновки до розділу 10

У період кризи COVID-19 фіскальна система ЄС зазнала суттєвих змін. В умовах суцільного підвищення рівня дефіцитів сектору загального управління держав – членів ЄС тимчасово припинено дію ключових інструментів Пакту стабільності та зростання. Збільшено обсяги державної підтримки підприємств, установ і громадян на сприятливіших фінансових умовах. Реформування системи охорони здоров’я спрямовувалося на забезпечення доступу до медичних послуг і підвищення стійкості системи.

¹ Joint Communication to the European Parliament, the European Council and the Council on “European Economic Security Strategy”. JOIN(2023) 20 final. 2023. June 20. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52023JC0020&qid=1687525961309>.

Криза COVID-19 виявила ризики, які висококонцентровані ланцюги поставок можуть становити для функціонування європейської економіки. Війна РФ проти України показала, як надмірна залежність від однієї країни, особливо тієї, що має системно відмінні цінності, моделі й інтереси, зменшує стратегічні можливості Європи та ставить під загрозу економіку, фінансову систему та громадян.

Інструмент відновлення ЄС став основною інвестиційною платформою Євросоюзу для подолання наслідків пандемії COVID-19 та постковідного відновлення. Обсяг фінансових ресурсів у поточних цінах становить 806,9 млрд євро. Це найбільший проєкт відновлення Європи з часів плану Маршалла.

Ефективність заходів фінансової політики, спрямованих на подолання наслідків пандемії COVID-19, значною мірою залежить від доступного фінансового простору держав-членів для вжиття заходів з метою пом'якшення економічного впливу кризи COVID-19, а також стійкості їхніх економік і соціальних структур. Єдиний ринок є найкращим активом ЄС для підтримки процвітаючої, інноваційної та стійкої економіки.

Експансіоністська фінансова позиція 2020–2022 рр. у поєднанні з монетарною політикою ЄЦБ була вирішальною для підтримки економіки країн ЄС проти потрясінь пандемії COVID-19, включаючи карколомне підвищення цін на енергоносії. Стійкі реформи та інвестиції в рамках міждержавної платформи NextGenerationEU були спрямовані на усунення структурних недоліків економіки держав-членів, зміцнення стійкості, підвищення продуктивності та підвищення їхньої конкурентоспроможності.

Співпраця України з Європейським Союзом під час кризи має на меті подальшу інтеграцію нашої країни в європейський політичний, економічний і правовий простір шляхом імплементації Угоди про асоціацію з Європейським Союзом (кінцевий термін її виконання – 2025 р.) та впровадження глибоких структурних реформ після набуття статусу країни – кандидата на вступ до ЄС (23 червня 2022 р.) Надважливим пріоритетом є налагодження ефективної урядово-парламентської взаємодії в контексті наближення українського законодавства до правової системи Євросоюзу і виконання всеосяжних вимог для набуття членства у ЄС.

■ Розділ 11

ПРОБЛЕМИ ЗРОСТАННЯ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ ВНАСЛІДОК СТИМУЛЮЮЧОЇ ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ

11.1. Ключові особливості антикризової фінансової політики у світі під час пандемії. Спільні та відмінні риси фінансових пакетів порятунку у світі та Україні у 2020–2021 роках

Багато вчених говорять про те, що *економічні ефекти пандемії COVID-19* у світі є порівняними з ефектами боргової кризи 1980-х років і Великої депресії 1930-х років (Paddaro, 2020). У країнах з ринками, що формуються, наслідки пандемії виявилися тяжчими, ніж у розвинутих країнах, що зумовлювалося слабкістю національних систем охорони здоров'я та впливом численних зовнішніх шоків на їх економіки. Як наслідок, десятиріччя 2020-х років серед країн, що розвиваються, вже отримало назву другого “втраченого десятиріччя”.

З початку коронакризи до вересня 2021 р. вартість фінансових пакетів порятунку у світі сягнула майже 17 трлн дол. США¹. Потужні фінансові заходи запобігали радикальному зниженню економічної активності, додатковим втратам робочих місць і вагомим соціальним витратам. Фінансові заходи також пом'якшували негативні ефекти пандемії на приватний попит і споживання. Фахівці МВФ підраховали, що додаткові заходи фінансової політики стосовно доходів і видатків держави із початку пандемії зменшили темпи падіння глобального ВВП на 2 % у 2020 р.²

У міжнародній практиці антикризові фінансові пакети під час пандемії COVID-19 вміщували три типи заходів:

1) з боку **державних видатків** рятівні заходи поширювалися на виплату допомог із безробіття, оплату лікарняних, надання субсидій підприємствам на оплату праці та цільових трансфертів постраждалим фір-

¹ Fiscal Monitor: Strengthening the Credibility of Public Finances / International Monetary Fund. 2021, October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

² Fiscal Monitor: A Fair Shot / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021#Full%20Report>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

мам і населенню, субсидування фірм у сферах туризму, транспорту, готельного господарства;

2) з боку **доходів держави** застосовувалися відстрочки сплати корпоративного податку на прибуток, податку на особисті доходи, внесків на соціальне страхування, надавалися інші податкові пільги, які стосувалися вразливих фірм, домашніх господарств та виробництв медичних товарів і послуг;

3) фінансові заходи у формі **підтримки ліквідності** включали надання державою позик і гарантій, поповнення державою статутних капіталів фінансових і нефінансових корпорацій. Такі заходи допомагали підтримувати обігові кошти економічних суб'єктів (включаючи МСП) у надзвичайний період і сприяли зменшенню кількості банкрутств.

У розвинутих країнах вартість антикризових заходів фінансової політики у відповідь на пандемію фахівці МВФ оцінили на рівні 23,1 % ВВП (станом на вересень 2021 р). У структурі фінансових пакетів додаткові державні видатки і податкові заходи досягали 11,7 % ВВП, а фінансові заходи з підтримки ліквідності – 11,4 % ВВП (рис. 11.1).

У країнах з ринками, що формуються, вартість антикризових фінансових заходів із початку пандемії оцінювалася на рівні 9,9 % ВВП, що в 2,5 раза відстає від рівня розвинутих країн. З цієї суми 5,7 % ВВП становили додаткові державні видатки й недоотримані доходи, а 4,2 % ВВП – фінансові заходи з підтримки ліквідності.

Процес фінансових експансій у розвинутих країнах і окремих країнах із ринками, що формуються, підживлювали масивні вливання ліквідності та купівлі фінансових активів центральними банками. У країнах з низькими доходами та деяких країнах з ринками, що формуються, такі вливання не практикувалися, а тому вартість їхніх фінансових пакетів порятунку виявилася в рази меншою, ніж у розвинутих країнах.



Рис. 11.1. Фінансові пакети порятунку в Україні та групах країн за основними складовими в 2020–2021 рр.

Побудовано за: Policy Tracker / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>. даними МВФ.

Серед великих економік розвинутих країн найбільшими обсягами фіскальних пакетів порятунку відзначалися Італія – 46,2 % ВВП, включаючи фіскальні заходи з підтримки ліквідності 35,3% ВВП; Японія – 45,1 і 28,3 % ВВП; Німеччина – 43,1 і 27,8 % ВВП; Велика Британія – 36 і 16,7% ВВП; Франція – 24,8 і 15,2 % ВВП; США – 27,9 і 2,4 % ВВП. Цільова спрямованість фіскальних пакетів у розвинутих країнах диктувалася не тільки мотивами запобіганням колапсу економіки, а й прагненням досягти структурних змін. Так, фіскальні пакети включали програми підтримки інновацій у Франції, перепідготовки робітників у Австралії та Франції, “зеленого” розвитку в Німеччині, Франції, Італії, Японії, Південній Кореї та Великій Британії. На розвиток цифрової інфраструктури надавалася фіскальна підтримка у Німеччині, Південній Кореї та Японії (рис. 11.2).

Як і розвинуті країни, багато країн з ринками, що формуються, з березня 2020 р. вдавалися до пом'якшення монетарної та фіскальної політик. Незважаючи на те, що фіскальні зусилля в цих країнах були менш масштабними, ніж у розвинутих

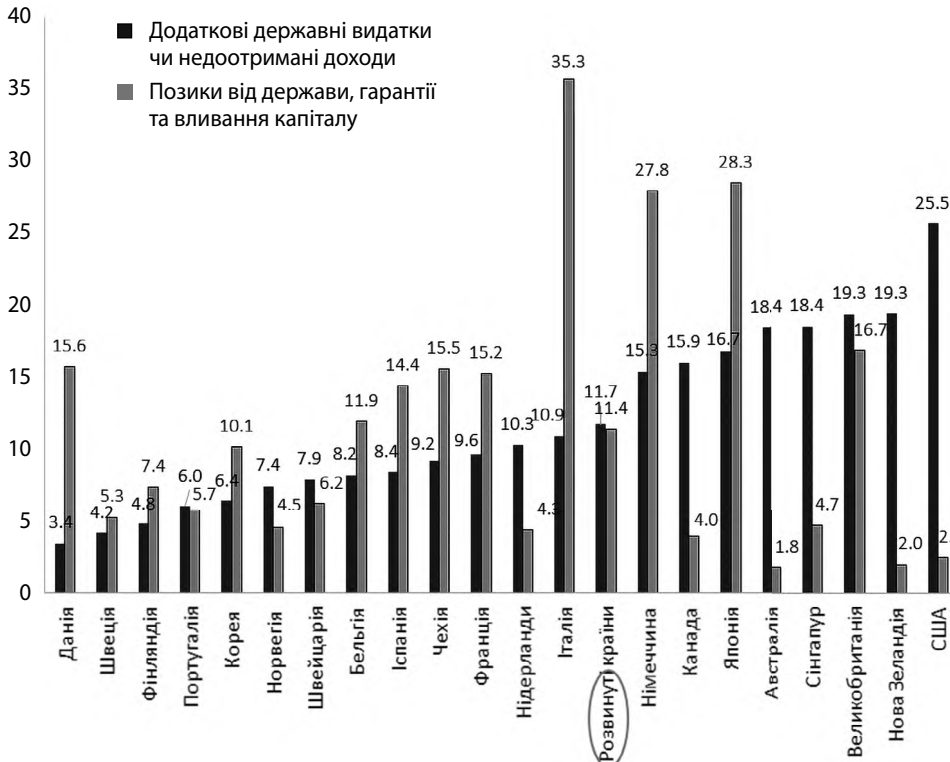


Рис. 11.2. Фіскальні пакети порятунку в розвинутих країнах станом на вересень 2021 р., % ВВП

Побудовано за: Policy Tracker / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U> МВФ.

країнах, вони все ж набагато переважали заходи, які вживалися під час попередніх світових чи регіональних криз.

Серед великих країн з ринками, що формуються, та середніми доходами за обсягами фіскальних пакетів порятунку найбільшими відхиленнями від середнього значення характеризуються Маврикій (вартість фіскального пакета – 46,5 % ВВП), Перу (19,2 % ВВП), Таїланд (18,8 %), Бразилія (15,4 %), Сербія (15,4 %), Чилі (15,2 %), Туреччина (13,1 % ВВП). На іншому краї спектра перебувають Мексика (вартість фіскального пакета на рівні 1,9 % ВВП), Єгипет (1,7 % ВВП) та Пакистан (2 % ВВП). Обмеженість джерел фінансування стала помітним стримуючим фактором для впровадження масштабних програм підтримки економіки у країнах з ринками, що формуються, і країнах з низькими доходами. Саме з цієї причини фіскальні програми з підтримки ліквідності набули значного поширення в розвинутих країнах (їхня середня величина становила 11,4 % ВВП), але менше практикувалися в країнах з ринками, що формуються (із середнім обсягом га рівні 4,2 % ВВП).

А. Веласко справедливо вказував на те, що у період пандемії та глибокої економічної кризи країни з низькими і середніми доходами мали помітно менше можливостей для залучення позикового та іншого фінансування порівняно з багатими країнами. Саме тому *бідні країни витрачають стільки, скільки можуть витратити*, що принципово відрізняється від ситуації в *розвинутих країнах, які “витрачають стільки, скільки потрібно”* (відоме висловлювання М. Драгі) (Velasco, 2020).

За висновком МВФ, пандемія проклала вододіл між країнами, котрі в змозі повною мірою фінансувати видатки надзвичайного стану та захищати життя людей, і тими, що виконували ці функції лише частково. Належність конкретної країни до першої чи другої групи визначалася передусім наявним фіскальним простором і рівнем державних боргів напередодні кризи¹.

В **Україні** вартість фіскального пакета порятунку становила приблизно 7,3 % ВВП, що дещо відстає від середнього рівня в країнах з ринками, які формуються (9,9 %). Український показник є також втричі нижчим, ніж у розвинутих країнах. Такі розбіжності мають як об'єктивні причини (вузький фіскальний простір, обмеженість джерел фінансування дефіциту), так і суб'єктивні – неповна готовність державних інститутів надавати суттєву підтримку бізнесу і населенню за традиційно пасивної участі держави у вирішенні суспільних проблем.

Додаткові державні видатки і податкові послаблення в Україні як складові фіскального пакета порятунку оцінювалася в сумі 4,0 % ВВП, що відстає від середнього показника в країнах з ринками, що формуються (5,7 % ВВП). Фіскальні заходи з підтримки ліквідності в Україні – 3,3 % ВВП – за вартістю були дещо меншими, ніж у країнах з ринками, що формуються (4,2 % ВВП), та багатократно меншими, ніж у розвинутих країнах (11,4 % ВВП).

У макроекономічному контексті фіскальна політика України у 2020–2021 рр. допомогла підтримати сукупний попит і надала деяку підтримку сфері охорони

¹ Fiscal Monitor: Policies for the Recovery / International Monetary Fund. 2020. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

здоров'я. Але якщо порівняти циклічно скоригований первинний баланс в Україні з показниками інших країн (як розвинутих, так і з ринками, що формуються), то маємо констатувати недостатньо м'який характер фінансової політики в Україні. Так, український САРВ на рівні -1,6 % ВВП у 2020 р. був у рази є меншим, ніж середній САРВ у країнах з ринками, що формуються (-5,5 % ВВП), та середній САРВ у розвинутих країнах (-6,6 % ВВП).

За напрацьованими у світі стандартами антикризового регулювання фінансова політика під час пандемії повинна забезпечувати адекватне фінансування систем охорони здоров'я, надавати підтримку домогосподарствам і життєздатним компаніям, а також сприяти відновленню економіки.

З урахуванням напрацьованих міжнародною практикою методів і засобів протидії пандемії та економічному спаду в Україні в 2021 р. застосовувалися такі методи державної підтримки: надання державної допомоги малому бізнесу в розмірі 8 тис. грн при втраті доходів унаслідок локдауну; податкові канікули для малого бізнесу на період грудня 2020 р. – березня 2021 р.; отримання допомоги від держави підприємцями, які тимчасово припинили свою діяльність внаслідок локдауну, в сумі їх фактичних платежів до державних фондів соціального страхування за 10 місяців 2020 р.; можливість списання податкової заборгованості бізнесу в сумі до 3030 грн; списання штрафів за податковою заборгованістю підприємств перед бюджетом при погашенні основної суми податкового боргу¹.

У міжнародному контексті в період коронакризи найбільш поширеними *засобами антикризової фінансової політики* стали:

- податкові пільги вразливим компаніям і домогосподарствам;
- субсидування виплат заробітної плати працівникам (які стали тимчасово безробітними);
- надання відпусток і лікарняних по догляду за дітьми;
- запровадження/ розширення програм соціальної допомоги;
- суттєве збільшення обсягів фінансування сфери охорони здоров'я та введення нових програм боротьби з епідемією;
- кредитні гарантії та пільгові позики життєздатним підприємствам (особливо малим і середнім).

Відносно застосовуваних у світі інструментів, в Україні символічне значення мали: субсидії на виплату заробітної плати працівникам; податкові пільги вразливим компаніям і домогосподарствам, кредитні гарантії життєздатним підприємствам. В Україні зовсім не застосовувалися оплачувані відпустки і лікарняні по догляду за дітьми під час закриття шкіл і дитячих садків. А приріст фінансування сфери охорони здоров'я України, хоча й становив 47 млрд грн, або 1 % ВВП у 2020 р., був, очевидно, недостатнім для захисту населення від пандемії та надання базових медичних послуг хворим.

¹ Policy Tracker / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>.

Тобто в Україні ключові інструменти фінансової підтримки застосовувалися незначною мірою, а перехід до активного дорожнього будівництва виявився передчасним. Міжнародний досвід демонструє: активізація державного інвестування на другій стадії пандемії є обґрунтованою лише за наявності достатнього фінансового простору та тільки в контексті масового залучення до будівельних робіт незайнятої робочої сили. Україна, не маючи належного фінансового простору, вдалася до суттєвого збільшення фінансування дорожнього господарства за програмою “Велике будівництво”.

Надалі доцільно докладніше зупинитися на питаннях еволюції фінансових пакетів порятунку під час пандемії COVID-19 і загальних принципів та логіки процесу впровадження системи антикризових заходів.

Фахівці МВФ обґрунтовують, що антикризова фінансова політика повинна мати гнучкий характер, а набір заходів і розміри пакетів порятунку мають змінюватися залежно від епідеміологічної та економічної ситуації.

На *I стадії спалаху епідемії та масштабного локдауну економіки* фінансова політика повинна скеровуватися на порятунок людських життів через адекватне фінансування медичних послуг, а також надання підтримки постраждалому бізнесу та громадянам. Найдоречнішими інструментами фінансової політики є субсидії на виплату заробітної плати, допомоги з безробіття, розширення програм соціальної допомоги, відтермінування сплати податків, надання пільгових позик і гарантій за кредитами¹.

На *II стадії поступового відкриття економіки за непевної епідеміологічної ситуації* пріоритетом фінансової політики мають залишатися охорона громадського здоров'я та збереження ключових програм фінансової підтримки економіки й населення. Такі програми не повинні усуватися надто швидко з огляду на можливість нових спалахів інфекції та продовження економічного спаду. Тобто на цій стадії уряди мусили пролонгувати програми соціального захисту, які забезпечували адресність і охоплення вразливих верств населення. За наявності достатнього фінансового простору бажаною вважалася й активізація державних інвестицій із масовим залученням до будівельних робіт вивільненої робочої сили.

У країнах з обмеженими фінансовими можливостями державні кошти в першочерговому порядку спрямовувалися на програми соціальної підтримки населення та допомоги бізнесу на відкриття (створення безпечного середовища для роботи, пошук нових робочих місць для звільнених працівників та ін.)

Державна підтримка бізнесу повинна була мати більш селективний характер і скеровуватися на допомогу життєздатним фірмам, котрі потерпають від соціального дистанціювання або збереження яких є критично важливим для економіки країни. Доречним інструментом підтримки малих і мікропідприємств на цій стадії вважалося надання їм державних гарантій і субсидованих позик.

На *III стадії стримування пандемії завдяки вакцинації та ефективному лікуванню* населення уряди зміщували акцент на сприяння відновленню економі-

¹ Fiscal Monitor: Policies for the Recovery / International Monetary Fund. 2020. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

ки з урахуванням наявних боргових проблем. Перехід на цій стадії до бюджетної консолідації або (як альтернатива) продовження фіскальних стимулів залежали від глибини економічного спаду, масштабів безробіття, доступності для урядів джерел фінансування дефіцитів. Вважалося, що країни, які *мають достатній фіскальний простір* (не досягли критичного рівня державного боргу) і потерпають від деструктивних наслідків економічної кризи, повинні пролонгувати стимулюючі заходи, у т. ч. за рахунок державних інвестицій. Уряди повинні були й продовжувати політику підтримки домогосподарств з низькими доходами та сприяти створенню якісних робочих місць. При визначенні сфер державного інвестування ключову роль мали відігравати інвестиції у фізичну і цифрову інфраструктуру, розбудову публічної сфери охорони здоров'я. Водночас *країни з обмеженим доступом до фінансування і незначним фіскальним простором* мусили фокусувати державні видатки на соціальних трансфертах малозабезпеченим категоріям населення й продуктивних державних інвестиціях. Але одночасно необхідно було збільшувати прогресивність податкової системи і опікуватися тим, аби прибуткові компанії сплачували справедливу частку податків до бюджету.

Загалом більшість експертів погоджувалися з тим, що *фіскальна політика мала бути гнучкою і реагувати на нові потреби щодо захисту людей, змінюватися залежно від стадії еволюції епідемії, підтримувати сукупний попит, утримувати стійкість державного боргу, а також сприяти структурним змінам у напрямку побудови стійкої, інклюзивної та екологічно чистої економіки*¹. На завершальній стадії пандемії заходи фіскальної підтримки економіки мали вибудовуватися з орієнтацією на переведення економіки в режим сильного, стійкого і справедливого зростання.

МВФ вказував і на важливість *урахування проблем боргової стійкості* при розробленні антикризових заходів під час пандемії. Такі проблеми актуалізувалися внаслідок не лише застосування дискреційної фіскальної політики, а й скорочення потенційних обсягів ВВП від початку пандемії. Фахівці МВФ аргументували, що збереження боргової стійкості в багатьох країнах у середньостроковій перспективі вимагає від урядів *підвищення прогресивності податків і досягнення справедливої частки податкових вилучень у прибуткових корпорацій*. Зокрема, вони рекомендували підвищити прогресивність оподаткування доходів фізичних осіб, збільшити податки на власність, багатство і доходи від капіталу, а також запровадити зміни оподаткування прибутків корпорацій, які б зменшували масштаби податкових зловживань і підвищували ставки для високоприбуткових корпорацій².

Розвинуті країни у 2021 р. продовжували політику активної фіскальної підтримки бізнесу та населення, роблячи акцент на видаткових програмах. Однак від-

¹ Fiscal Monitor: Policies for the Recovery / International Monetary Fund. 2020. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

² World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent / International Monetary Fund. 2020. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>.

бувалася й зміна структури цих програм *від заходів боротьби з пандемією* до заходів підтримки відновлення економіки та її *структурної трансформації* в напрямі більш продуктивної, справедливої та стійкої. Прикладами таких програм стали план “Нове покоління ЄС” (NGEU) та Трудовий і Сімейний плани (Jobs and Families Plans) у США. Поступове відновлення економічної активності у 2021 р. сприяло зменшенню первинних дефіцитів у більшості розвинутих країн.

У **країнах, що розвиваються**, і з ринками, що формуються, унаслідок вужчого фінансового простору в 2020–2021 рр. фінансова політика, хоча й набула стимулюючого характеру, фокусувалася на проблемах *переорієнтації наявних видатків* на програми боротьби з пандемією. Певне відновлення економічної діяльності та бюджетних доходів у 2021 р. зробили свій внесок у покращання первинних балансів у небагатих країнах, але паралельно проводилося цілеспрямоване скорочення програм антикризової фінансової підтримки.

В окремих країнах, що розвиваються, центральні банки підняли процентні ставки, намагаючись протидіяти інфляції та девальвації, що вплинуло на вартість позикового фінансування. Вищі процентні ставки і низькі доходи держави обмежували здатність національних урядів обслуговувати наявні борги та надавати фінансову підтримку.

З II половини 2021 р. почалося *згортання фінансових пакетів порятунку* в багатьох країнах, хоча фінансова політика в цілому залишалася експансивною. Бюджетний дефіцит у розвинутих країнах зменшився з 10,2 % ВВП у 2020 р. до 7,5 % у 2021 р., а в країнах з ринками, що формуються, – з 8,9 до 5,2 % ВВП. Але світовий дефіцит бюджету в 2021 р. більше ніж удвічі перевищив його рівень у допандемічний період. Пріоритетним завданням фінансової політики у всіх країнах залишалося покриття потреб сфери охорони здоров'я. При цьому визнавалася і необхідність продовження фінансової підтримки економіки в умовах карантинних обмежень і нестійкого економічного відновлення.

Водночас, з огляду на зростання вартості позикового фінансування та звуження фінансового простору у всіх країнах, уряди повинні опікуватися питаннями *адресності фінансової підтримки*, спрямовуючи її лише постраждалим категоріям бізнесу й населення.

Експерти МВФ наприкінці 2021 р. акцентували увагу на тому, що для подолання пандемії та прискорення виходу економіки з кризи дуже важливо правильно *обрати час і швидкість фактичного зниження бюджетного дефіциту*. А основний фактор, який має братися до уваги, – це *успішність боротьби з пандемією*: країни з низьким рівнем вакцинації та стрімким поширенням вірусу повинні продовжувати політику захисту людських життів і підтримки економіки. І навіть якщо вірус взято під контроль, але економічне відновлення повільне, то подальше надання фінансової підтримки було би правильним рішенням. Водночас для країн, котрі не мають фінансового простору й потерпають від пандемії, рятівним колом мали стати програми МВФ чи інші форми зовнішньої підтримки¹.

¹ Fiscal Monitor: Strengthening the Credibility of Public Finances / International Monetary Fund. 2021. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

З урахуванням економічних умов і фінансових ризиків станом на жовтень – листопад 2021 р. провідні міжнародні фахівці визначили такі *цільові орієнтири* для фінансової політики та *структурування фінансових заходів* у різних країнах.

1. Курс фінансової політики, а також **обсяг і структура фінансових пакетів** повинні залежати насамперед від *стадії боротьби з пандемією, стадії економічного циклу, наявності фінансового простору та специфічних умов країни*. Акценти фінансової політики мають зосереджуватися на подоланні економічних і гуманітарних наслідків пандемії (у країнах з низькою часткою вакцинації і значними темпами поширення хвороби) або на підтримці економічного відновлення при забезпеченні позитивних структурних зрушень (у разі досягнення високих показників вакцинації).

2. Пріоритетним завданням фінансової політики у всіх країнах має залишатися **покриття потреб сфери охорони здоров'я** та виділення необхідного фінансування. Фахівці МВФ застерігали: доти, доки пандемію не буде взято під контроль, фінансова політика повинна надавати підтримку системам охорони здоров'я, домогосподарствам і компаніям, які зазнають втрат від пандемії¹. Разом із тим з урахуванням продовження пандемії та звуження фінансового простору у всіх країнах уряди повинні посилювати **адресність фінансової підтримки** з наданням допомоги лише постраждалим категоріям бізнесу та населення. Урядам варто також застосовувати цільові інструменти стимулювання переливу капіталу і праці в найбільш перспективні сфери в реаліях постковідного світу.

3. Покращення ситуації в сфері охорони здоров'я та взяття пандемії під контроль має поступово переносити центр уваги на заходи з **підтримки відновлення економіки**, а також **інвестування в довгострокові структурні цілі**. Фахівці МВФ рекомендували своїм країнам-членам збільшити державні інвестиції у високоякісний фізичний капітал і сфери розвитку людського капіталу – освіту та охорону здоров'я. Значна увага приділялася й посиленню системи соціального захисту населення і створенню спеціальних програм перепідготовки працівників і перерозподілу трудових ресурсів між секторами економіки².

4. Важливим перспективним завданням фінансової політики було визначено посилення стійкості економіки до впливу майбутніх шоків, включаючи пандемії. Його вирішення передбачало активне **інвестування у сферу охорони здоров'я**, у т. ч. в розроблення нових ліків, вакцин і створення потужностей для їх виробництва.

5. У середньостроковій перспективі фінансова політика мала підтримати процес **трансформації економіки** у напрямі підвищення продуктивності, створення **низьковуглецевої економіки** та прискорення переходу до **цифрових технологій**. Доречними інструментами для розв'язання цих завдань було визначено фінансування освітніх програм у відповідних сферах, стимулювання інновацій з викорис-

¹ Fiscal Monitor: A Fair Shot / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021#Full%20Report>.

² Fiscal Monitor: Strengthening the Credibility of Public Finances / International Monetary Fund. 2021, October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

танням податкових і кредитних методів, створення інфраструктури для процесів диджиталізації та зеленого переходу.

6. У міру звуження можливостей для залучення позикового фінансування чи підвищення його вартості уряди країн з ринками, що формуються, та з низькими доходами повинні були вживати зусиль для зменшення фіскальних дисбалансів і *підвищувати ступінь довіри до власної фіскальної політики*. Це вимагало як *мобілізації додаткових доходів до бюджетів*, так і підвищення *ефективності бюджетних видатків*.

Загалом на міжнародному рівні було визнано доцільність проведення *багатовекторної фіскальної політики та її спрямування на досягнення таких цілей*: охорона громадського здоров'я та збереження людських життів; продовження фіскальної підтримки економіки до досягнення прийнятних рівнів вакцинації і винайдення якісніших вакцин; фінансування довгострокових потреб соціально-економічного розвитку; стримування небезпечного наростання державного боргу.

У більшості країн у 2021 р. з очевидністю постала потреба у *зміцненні рамок фіскальної політики* (англ. fiscal frameworks) для підтримки довіри до поточної політики та утримання вартості державних позик. Рамки фіскальної політики складаються з: довгострокових фіскальних цілей, які ще називаються “якорями”; фіскальних правил – тривалих законодавчих обмежень на фіскальні агрегати; фіскальних інститутів і процедур підготовки, схвалення та виконання бюджету.

Для недопущення суттєвого зростання вартості позикового фінансування для всіх країн важливу роль відігравали комунікації органів макроекономічного регулювання з громадськістю та запевнення учасників фінансового ринку в середньостроковій стійкості державних фінансів. Це потребувало наявності сильного і надійного середньострокового фіскального якоря, а також роз'яснень громадськості, як уряд планує досягати фіскальних цілей після подолання пандемії та наближення економіки до її потенціалу.

Експерти МВФ справедливо вказували на те, що дотримання бюджетної дисципліни та чітке інформування громадськості про пріоритетні завдання економічної політики, які підтримуються прозорістю фіскальної сфери, у здебільшого призводили до зниження вартості державних запозичень і давали змогу певний час фінансувати зрослий бюджетний дефіцит на прийнятних умовах. Такі закономірності пояснювалися тим, що за наявності впевненості кредиторів у фіскальній відповідальності уряду та утриманні боргової стійкості уряд, як правило, мав можливість без проблем фінансувати бюджетний дефіцит і пролонгувати державний борг. У разі доступу до ринкового фінансування уряди могли дозволяти суттєвий дефіцит бюджету і реалізовувати програми антикризової фіскальної підтримки, беручи на себе зобов'язання провести фіскальні коригування у майбутньому.

У 2022–2023 рр. фіскальна політика стала більш жорсткою в абсолютній більшості країн світу. Одночасне посилення монетарної та фіскальної політики в 2022 р. мало місце в $\frac{3}{4}$ країн світу на фоні високої інфляції та вичерпання програм фіскальної допомоги періоду пандемії COVID-19. Середній показник

бюджетного дефіциту в розвинутих країнах зменшився із 7,5 % ВВП у 2021 р. до 4,3 % ВВП у 2022 р., а в країнах із середнім рівнем доходів перебував на рівні 5,2–5,3 % ВВП.

Експерти МВФ обґрунтовують, що фіскальна політика може і повинна підтримувати монетарну політику для того, аби своєчасно повернути інфляцію до цільового рівня. Нижчі бюджетні дефіцити гальмують сукупний попит і зменшують таким чином величину підвищення облікових ставок центральними банками. Крім того, раціоналізація і зважене управління видатками зменшують ризики для державних фінансів і сприяють фінансовій стабільності через обмеження петлі зворотних зв'язків між станом суверенних і банківських балансів¹. Однак проведення більш жорсткої фіскальної та монетарної політик ускладнювалося високою волатильністю зовнішнього і фінансового середовища. Щойно економіки почали відновлюватися після глибокої рецесії, пов'язаної з COVID-19, більшість із них стикнулися з кризою вартості життя, наслідками вторгнення росії в Україну та нестабільністю у фінансовому секторі.

Фіскальні витрати, пов'язані з енергетичною кризою, були значними для всіх груп країн. Очікується, що для європейських країн у 2022–2023 рр. ці витрати залишаться високими і сягатимуть 2–3 % ВВП. Розміри рахунків за споживання енергоресурсів відображали не лише надзвичайно великий енергетичний шок, але й поширення широкомасштабних та нецільових заходів (наприклад, втручання урядів у оптові чи роздрібні енергетичні ринки та зниження цін для кінцевих споживачів через коригування ПДВ і зменшення інших податків)².

Під час пандемії багато країн призупинили дію фіскальних правил, активували положення щодо виходу або змінили фіскальні цілі, які б дозволяли вживати масштабні антикризові заходи. У 2022–2023 рр. більшість урядів планували переглянути свої фіскальні правила та рамки, перш ніж повторно ввести їх у дію.

Активізація положень щодо виходу з правил стала масовим явищем під час пандемії серед як розвинутих країн, так і країн з ринками, що формуються. Це дало можливість започаткувати надзвичайну фіскальну підтримку домогосподарств і бізнесу. До пандемії 2/3 країн з фіскальними правилами мали в законодавстві положення щодо виходу з фіскальних правил. Інші країни, які не мали такого положення, вдавалися до довільного припинення, модифікації фіскальних правил або запроваджували нові фіскальні правила. У країнах, які входять до складу валютних союзів, активація наднаціонального положення щодо виходу автоматично запускала такі самі застереження відносно національних фіскальних правил. Загалом понад 30 країн використали під час пандемії положення щодо виходу на національному чи наднаціональному рівнях.

¹ Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

² International Monetary Fund. World Economic Outlook: A Rocky Recovery / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>.

Іншим поширеним підходом до розв'язання накопичених під час пандемії суперечностей стала модифікація кількісних значень фіскальних правил, особливо в середовищі країн з ринками, що формуються (Чилі, Еквадор, Малайзія, Мексика, Монголія, Намібія, Панама, В'єтнам). У цілому 20 країн вдалися до такого прийому. Зокрема, Еквадор прийняв нове правило бюджетного дефіциту і запровадив ліміт на приріст державних видатків.

Після завершення пандемії ряд країн розпочали реформування своїх систем фіскальних правил. Колумбія після дворічного призупинення свого фіскального правила в 2020–2021 рр. розпочала вдосконалення рамок фіскальної політики у 2021–2022 рр., окресливши шлях переходу до правила структурного первинного балансу з новим борговим якорем і заснувавши автономний комітет з нагляду за фіскальними правилами.

У 2022 р. уряд Чилі запровадив нову ціль щодо стійкості державного боргу та положення щодо виходу з правил, які будуть застосовуватися лише після 2026 р. Такі кроки мають засвідчити налаштованість уряду на курс поступової фіскальної консолідації.

Кілька інших країн після пандемії COVID-19 перейшли до системи фінансової відповідальності, базованої на правилах. Так, у 2021 р. Домініка встановила граничний рівень боргу в 60 % ВВП, який має бути досягнутий до 2035 р., і запровадила правило первинного балансу, що вимагає досягнення первинного профіциту бюджету розміром 2 % ВВП у всі ті роки, коли борг перевищує 60 % ВВП. Дискусії щодо реформи рамок фіскальної політики тривають в багатьох країнах.

11.2. Динаміка показників дефіциту і валового боргу сектору загального державного управління в різних групах країн під час пандемії та виходу з економічної рецесії (2020–2022 роки)

У 2020 – I половині 2021 р. впровадження по всьому світу масштабних фіскальних пакетів порятунку супроводжувалося помітним розширенням бюджетних дефіцитів. Якщо у 2019 р. дефіцит сектору загального державного управління в розвинутих країнах становив 3 % ВВП, а у країнах з ринками, що формуються, і середніми доходами – 4,6 % ВВП, то у 2020 р. дефіцит першої групи країн зріс більше ніж утричі, а другої групи – майже вдвічі (див. рис. 11.3).

У 2021 р. фіскальні дефіцити почали скорочуватися, оскільки надзвичайні заходи фіскальної підтримки втрачали свою дію або суттєво зменшувалися. Середній показник дефіциту сектору загального державного управління в розвинутих країнах зменшився з 10,2 % ВВП у 2020 р. до 7,5 % ВВП у 2021 р. А у країнах з ринками, що формуються, і середніми доходами дефіцит зменшився з 8,9 % ВВП у 2020 р. до 5,2 % ВВП у 2021 р.

Незважаючи на таке зменшення, як у 2021 р., так і у 2022 р. фіскальний баланс у різних групах країн перевищував його рівень у допандемічний період. При цьому часові відмінності були більш разючими в розвинутих країнах. Так, у цій групі де-

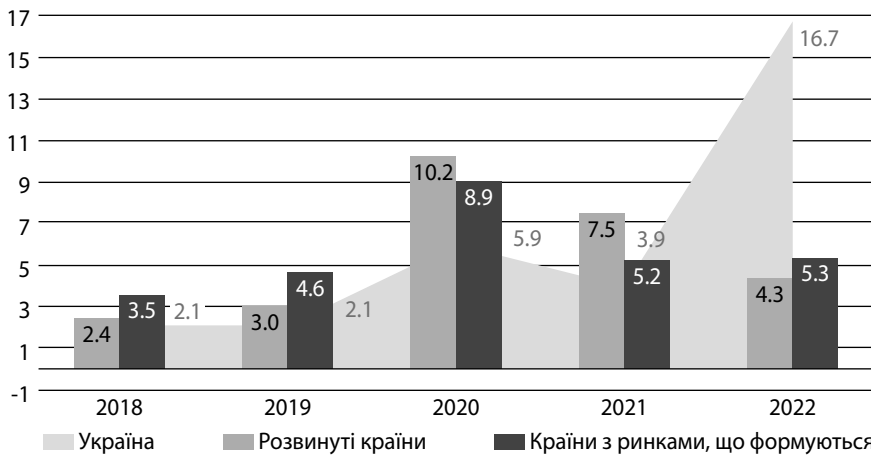


Рис. 11.3. Бюджетний дефіцит сектору загального державного управління в Україні та різних групах країн у 2014–2022 рр., % ВВП

Побудовано за: Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. Р. 69, 78. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

фіцит сектору загального державного управління становив 3 % ВВП у 2019 р., 7,5 % ВВП у 2021 р. і 4,3 % ВВП у 2022 р.

У багатьох розвинутих країнах у 2021 р. фіскальна політика залишалася експансивною. Але порівняно з 2020 р. її фокус змістився від фінансування надзвичайних видатків, пов'язаних із пандемією, до зміцнення національних економік шляхом цифрової трансформації, зеленого переходу та реалізації інших довгострокових інвестицій. Обсяг бюджетного дефіциту в цих країнах зменшився за 2021 р. на 2,7 % ВВП відносно 2020 р.

У країнах з ринками, що формуються, та середніми доходами після згасання гострої стадії пандемії фіскальна політика мала менш стимулюючий характер, а бюджетний дефіцит зменшився з 8,9 % у 2020 р. до 5,2 % ВВП у 2021 р. Скорочення середнього показника дефіциту на 3,6 в. п. розподілялося приблизно порівну між скороченням дискреційних заходів з боку видатків і збільшенням бюджетних доходів унаслідок покращання економічних умов.

У 2021 р., як і в попередньому, багато країн з невисоким рівнем доходів затвердили спеціальні програми боротьби з вірусом і захворюваністю. Однак брак позикового фінансування неминуче позначався на програмах фіскальної допомоги і більшість країн цієї групи в 2021 р. помітно обмежили можливості для підтримки людей і бізнесу при продовженні пандемії.

В Україні під час пандемії COVID-19 упродовж 2020–2021 рр. бюджетний дефіцит був істотно меншим, ніж у розвинутих країнах і країнах з ринками, що формуються. Його величина у 5,9 і 3,9 % ВВП у 2020 і 2021 рр. значно відставала від середнього показника в розвинутих країнах (10,2 і 7,5 % ВВП) і не досягала серед-

нього рівня у країнах з ринками, що формуються (8,9 і 5,2 % ВВП). Від початку повномасштабної російської агресії в лютому 2022 р. ситуація в Україні кардинально змінилася – дефіцит за 2022 р. (16,7 % ВВП) кратно перевищив середні показники розвинутих країн (4,3 % ВВП) і країн з ринками, що формуються (5,3 % ВВП).

У 2021–2022 рр. перед фінансовою політикою багатьох країн постало завдання уникнути надто активного й надміру раннього усунення програм фінансової допомоги за одночасного запевнення учасників фінансового ринку в середньостроковій стійкості державних фінансів. Створення надійних рамок фінансової політики уряду стало необхідним елементом довіри до неї, а також її передбачуваності для учасників фінансових ринків. Розв'язання таких завдань потребувало вдосконалення рамок фінансової політики, а також ефективних комунікацій із громадськістю щодо того, як уряд планує досягати фінансових цілей після подолання пандемії. Ключове значення для досягнення балансу між фінансовими експансіями і борговою стійкістю мали надійні середньострокові параметри бюджету та відновлення дії чи модифікація конструкції фінансових правил, які створювали можливості для фіксації курсу на консолідацію державних фінансів.

У 2023 р., за оцінками фахівців МВФ, середній показник фінансового дефіциту у світі зросте незначною мірою порівняно з 2022 р. і становитиме 5 % ВВП¹. Таке зростання пояснюється тим, що уряди багатьох країн змушені платити більше за обслуговування власних боргів, а також перебувають під тиском підвищення зарплат у бюджетній сфері та пенсій за віком для компенсації їх інфляційного знецінення. Ризики нестабільності фінансового сектору, що загострилися у 2023 р., також у перспективі можуть покласти додаткові витрати на державні бюджети, пов'язані з порятунком проблемних банків.

Надання масштабної фінансової підтримки під час пандемії 2020–2021 рр. дало змогу врятувати життя людей і зберегти робочі місця. Але її “побічним ефектом” стало збільшення потреб у позиковому фінансуванні із супутніми факторами вразливості, включно з нарощуванням державних боргів. З початку пандемії та економічної кризи стрімке нарощування державних боргів спостерігалось у більшості країн світу.

У 2020 р. стрибок світового державного боргу став найбільш значним після закінчення Другої світової війни, а рівень боргу сягнув майже 100 % ВВП². Такі процеси відображали спад економічної діяльності в умовах пандемії та відповідне зниження бюджетних доходів, а також безпрецедентні заходи фінансової підтримки, до яких вдалися держави. Згідно з оцінками МВФ, за 2020 р. середній рівень державного боргу у світі підвищився на 15 % ВВП. При цьому в розвинутих країнах цей приріст сягав 18,9 % ВВП, а в країнах з ринками, що формуються – 9 % ВВП.

¹ Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

² International Monetary Fund. World Economic Outlook: A Rocky Recovery / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>.

Таким чином, фінансовий захист працівників і компаній від економічного колапсу під час пандемії, а також помітне зниження рівня виробництва спричинили суттєве підвищення тягаря державних боргів (рис. 11.4).

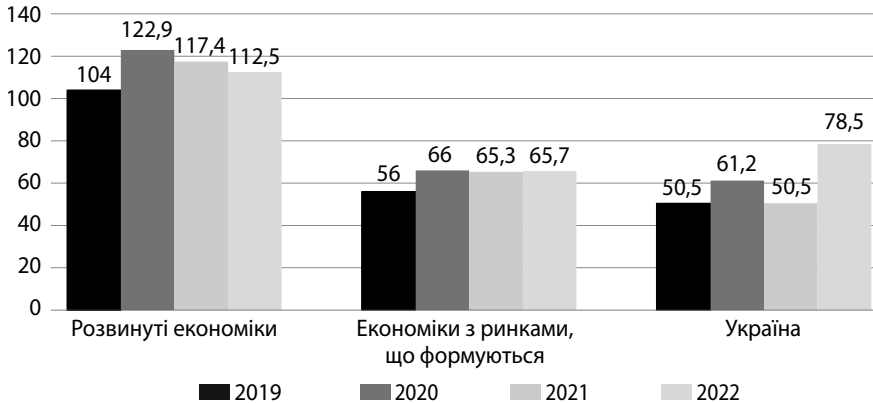


Рис. 11.4. Валовий борг сектору загального державного управління в різних групах країн і в Україні у 2019–2022 рр., % ВВП

Побудовано за: Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. Р. 76, 84. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

У міжкраїнному вимірі розмір державного боргу розвинутих країн наприкінці 2020 р. сягнув 122,9 % ВВП, а країн з ринками, що формуються, – 66 % ВВП. Серед останніх в Україні борг сектору загального державного управління в 2020 р. перебував на рівні, близькому до середнього, – 61,2 % ВВП. Обсяг світового державного боргу, за оцінками МВФ, наприкінці 2021 р. незначно знизився відносно кінця 2020 р. У розвинутих країнах у грудні 2021 р. рівень боргу досягав 117,4 % ВВП, а в країнах з ринками, що формуються, – 65,3 % ВВП.

Слід зазначити, що статистика МВФ та інших міжнародних організацій ґрунтуються на дефініціях Системи національних рахунків ООН (SNA93) і Європейської системи рахунків (ESA95). Тому величина державного боргу України за національними статистичними стандартами відрізняється від величини боргу сектору загального державного управління, якою оперує МВФ. За стандартами SNA93 і ESA95 показники дефіциту і державного боргу виводяться на основі показників діяльності сектору загального державного управління, котрий складається із 4 підсекторів: центральний уряд (код S.1311 у рамках ESA95); регіональні органи управління (S.1312); місцеві органи управління (S.1313); фонди соціального страхування (S.1314). Відповідно, для отримання величини валового боргу сектору загального державного управління України офіційна сума державного і гарантованого державою боргу доповнюється даними щодо місцевого боргу та боргів фондів обов'язкового соціального страхування, за винятком міжсекторних зобов'язань у рамках сектору загального державного управління.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

У табл. 11.1 представлено дані щодо валового боргу сектору загального державного управління в країнах з ринками, що формуються, упродовж 2019–2022 рр. Як бачимо, найвищий рівень боргового навантаження спостерігався в Аргентині, Бразилії, Єгипті, Індії. У кожній з цих країн рівень державного боргу в 2022 р. перевищував 80 % ВВП. Найбільші сплески приросту заборгованості під час пандемії було зафіксовано в Аргентині (+14 % ВВП за 2020 р.) та Індії (+13,5 % ВВП за 2020 р.). Водночас досить незначний рівень державного боргу мав місце в Болгарії та країнах – експортерах енергоресурсів – Казахстані, Саудівській Аравії (близько 20 % ВВП). Лише в останній державний борг збільшився на помітну величину у 2020 р. (9,4 % ВВП). Інші країни цієї групи не вдавалися до масштабного залучення державних позик навіть під час пандемії.

Таблиця 11.1

Борг сектору загального державного управління в країнах з ринками, що формуються, % ВВП

Країна	2019	2020	2021	2022
Алжир	46,0	52,0	62,8	52,4
Аргентина	88,8	102,8	80,9	84,5
Бразилія	87,9	96,8	90,7	85,8
Болгарія	18,3	23,2	22,8	21,8
Чилі	28,3	32,4	36,3	38,0
Китай	60,4	70,1	71,8	77,1
Колумбія	52,4	65,7	64,0	63,6
Єгипет	80,1	86,2	89,9	88,5
Еквадор	51,4	60,9	62,3	57,3
Угорщина	65,3	79,3	76,8	76,4
Індія	75,0	88,5	84,7	83,1
Індонезія	30,6	39,7	41,1	39,9
Казахстан	19,9	26,4	25,1	23,5
Малайзія	57,1	67,7	69,3	66,3
Мексика	53,3	60,1	58,7	56,0
Марокко	60,3	72,2	68,9	68,8
Пакистан	77,5	79,6	73,6	75,8
Перу	26,9	35,0	36,4	33,4
Філіппіни	26,9	35,0	36,4	33,4

Закінчення табл. 11.1

Країна	2019	2020	2021	2022
Польща	45,7	57,2	53,8	49,6
Румунія	36,6	49,4	51,1	48,7
Саудівська Аравія	21,6	31,0	28,8	22,6
Південна Африка	56,2	69,0	69,0	71,0
Таїланд	41,1	49,4	58,4	60,5
Туреччина	32,6	39,7	41,8	31,2
Україна	50,5	60,5	48,8	78,5
Середня величина	56,0	66,0	65,3	65,7

Побудовано за: Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. Р. 76, 84. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

Як зазначалося, розмір світового державного боргу на кінець 2020 р. сягнув майже 100 % ВВП. Проте з 2021 р. фіскальні дефіцити повсюдно знижувалися, що зумовлювалося завершенням дії надзвичайної фіскальної підтримки, а відносний розмір державного боргу змінив траєкторію на низхідну. Так, за 2021–2022 рр. обсяг світового державного боргу продемонстрував найбільш вражаючу спадну динаміку за останні 70 років і наприкінці 2022 р. досяг 92 % ВВП. Однак, незважаючи на сприятливі тенденції, поточний рівень світового державного боргу все ще є вищим, ніж на початку коронакризи.

Таким чином, стрибок світового державного боргу розміром 15 % ВВП у 2020 р. наполовину було знівлено макроекономічними процесами 2021–2022 рр. Проте експерти МВФ прогнозують, що співвідношення світового державного боргу і ВВП знову збільшиться за підсумками 2023 р. і зростатиме в середньому на 1,25 % ВВП за рік аж до 2028 р.¹

У розвинутих країнах розмір державного боргу за 2021–2022 рр. скоротився більше ніж на 10 % ВВП, але рівень державного боргу цих країн – 112,5 % ВВП наприкінці 2022 р. – все ще перевищував допандемічний рівень. У середньостроковій перспективі прогнозується, що державний борг розвинутих країн повільно знижуватиметься.

У Сполучених Штатах державний борг відносно ВВП, за прогнозами, з 2024 р. зростатиме майже на 3 в. п. ВВП на рік, що приблизно вдвічі перевищує темпи, прогнозовані до пандемії. Очікується, що до 2028 р. відношення державного боргу до ВВП у США перевищить 135 %. Цей рівень буде вищим навіть від пандемічного піка. При виключенні зі світової групи країн США й Китаю глобальне співвід-

¹ Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

ношення державного боргу і ВВП зменшуватиметься, хоча й повільно, впродовж усього періоду 2023–2028 рр.

У країнах, які розвиваються, і країнах з ринками, що формуються, у 2022–2023 рр. динаміка державного боргу погіршується. Така траєкторія пов'язується з девальвацією їхніх національних валют відносно долара США, а також зростанням процентних ставок за новими позиками. Протягом пандемії зростання державних боргів у країнах з невисоким рівнем доходів звузило їхній фінансальний простір для абсорбування майбутніх шоків, а також посилило вразливість їхніх фінансових позицій до ризиків зміни світових процентних ставок і ризиків рефінансування державних боргів. У країнах, що розвиваються, високі показники державного боргу викликають серйозне занепокоєння, особливо у світлі погіршення глобальних фінансових умов, слабких перспектив економічного зростання та зміцнення долара США.

У всіх групах країн ризики стійкості державних боргів підвищуються у зв'язку з взяттям урядами масштабних умовних зобов'язань під час пандемії, а також посиленням взаємозалежностей між обслуговуванням державного боргу та стійкістю банківського сектору.

У 2022–2023 рр. у багатьох країнах високі рівні державних боргів обмежують можливості розробників фінансової політики вживати контрциклічні заходи у відповідь на нові труднощі. Ціни на сировинні товари, які різко підвищилися внаслідок російської агресії, вже знизилися до помірніших рівнів, але бойові дії тривають, а геополітична напруженість залишається високою.

Надалі зростання геополітичної напруженості між провідними країнами світу може підвищити ризики для фінансової стабільності через збільшення глобальної економічної та фінансової фрагментації, а також негативно вплинути на розподіл капіталу між країнами. Ці негативні процеси, у свою чергу, можуть спричинити раптову зміну напрямів руху капіталу та становити загрозу для фінансової стабільності через збільшення вартості фінансування для банків. За оцінками фахівців МВФ, такі наслідки, швидше за все, будуть відчутнішими для країн з ринками, що формуються, і банків у країнах з низькими показниками капіталізації.¹

За прогнозом МВФ, процентні платежі відносно доходів бюджетів у країнах з низькими і середніми доходами в середньостроковій перспективі залишатимуться вищими, ніж до пандемії. А в умовах підвищення вартості запозичень і хронічно низьких темпів економічного зростання можуть поширитися та набути більш системного характеру проблеми з погашенням державних боргів у країнах із високим рівнем боргового навантаження.

¹ Global Financial Stability Report: Financial stability risks have increased rapidly as the resilience of the global financial system has been tested by higher inflation and fragmentation risks / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>.

Висновки до розділу 11

У світі від початку коронакризи до вересня 2021 р. вартість фіскальних пакетів порятунку сягнула майже 17 трлн дол. США. Потужні фіскальні заходи запобігали радикальному зниженню економічної активності, додатковим втратам робочих місць і вагомим соціальним витратам. Фіскальні заходи також пом'якшували негативні ефекти пандемії на приватний попит і споживання.

Окреслені нами в дослідженні тенденції та показники означають, що у світі станом на 2023 р. заходи рестриктивної фіскальної політики залишалися необхідними для відновлення макроекономічних балансів і боргової стійкості в багатьох країнах. З точки зору викликів для економічної політики країни, які прагнуть до поступового скорочення частки державного боргу у ВВП, повинні реалізувати політику продуманої бюджетної консолідації, особливо у період, коли економіка зростає доволі швидко та зовнішні умови стають більш сприятливими.

Фахівці МВФ зазначали, що для забезпечення стійкості боргової ситуації в середньостроковій перспективі в багатьох країнах потрібна добре продумана за термінами бюджетна консолідація, а в окремих випадках – і реструктуризація державного боргу. Прийняття середньострокових планів бюджетної консолідації, які заслуговують на довіру учасників ринку, допомагає стримати зростання державних витрат на обслуговування боргів і пом'якшити побоювання з приводу платоспроможності держави.

Міжнародні експерти визнають, що жорсткіша та адресна фіскальна політика (з наданням цільової підтримки найбільш уразливим верствам населення) є бажаною, оскільки допомагає одночасно виконати два завдання – покращання боргової позиції урядів та гальмування інфляційних процесів через управління сукупним попитом.

У міру зростання вартості позикового фінансування уряди країн з ринками, що формуються, змушені домагатися покращення фіскальних балансів, що вимагає як мобілізації додаткових доходів до бюджетів, так і підвищення ефективності бюджетних видатків.

Зокрема, МВФ аргументує, що збереження боргової стійкості в багатьох країнах світу має спиратися на підвищення прогресивності податків і досягнення справедливої частки податкових вилучень у прибуткових корпорацій. Насамперед слід підвищити прогресивність оподаткування доходів фізичних осіб, збільшити податки на власність, багатство і доходи від капіталу, а також запровадити зміни оподаткування прибутків корпорацій, які б зменшували масштаби податкових зловживань і підвищували ставки для високоприбуткових корпорацій.

Додатково до заходів бюджетної консолідації в країнах, у яких боргова ситуація близька до критичної, урядам слід ініціювати реструктуризацію боргів. Але прийняття урядами рішень про реструктуризацію боргу вимагає ретельного аналізу ризиків і оцінки можливих наслідків. При цьому слід ураховувати, що у країнах з ринками, що формуються, і країнах з низькими доходами, в яких було проведено більшість реструктуризацій зовнішнього боргу, саме реструктуризація дає змогу

суттєво зменшити рівень державного боргу (в середньому на 3,4 % ВВП у перший рік і на 8 % ВВП упродовж 5 років від початку реструктуризації). Полегшення боргового навантаження, в свою чергу, надає можливість оздоровити державні фінанси, відновити боргову стійкість і дати поштовх до відновлення економічного зростання.

В умовах триваючої високої інфляції, високих процентних ставок і великих державних боргів у 2023 р. пріоритетного значення набували модифікація рамок фіскальної політики та гармонізація монетарної й фіскальної політик. Важливу роль при досягненні балансу між минулими фіскальними експансіями і утриманням боргової стійкості мали відігравати надійні середньострокові параметри бюджету та відновлення дії чи модифікація фіскальних правил, які б створювали можливості для фіксації курсу політики на консолідацію державних фінансів.

■ Розділ 12

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ І ОЦІНКА ІНДИКАТОРІВ ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ВРАЗЛИВОСТІ, РІВНЯ БОРГОВОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ

12.1. Методичні підходи до визначення індикаторів фіскальної стійкості з урахуванням рекомендацій МВФ та Європейської комісії

Формування системи індикаторів стійкості державних фінансів є важливим етапом для проведення моніторингу їх поточного стану, визначення перспектив розвитку, розроблення та впровадження заходів, спрямованих на підвищення ресурсної спроможності та ефективності використання залучених ресурсів. За усталеним визначенням стійкість є концепцією довготерміною та зводиться до здатності країни фінансувати свої витрати. На стійкість державних фінансів впливає співвідношення між публічними зобов'язаннями та джерелами їх фінансування. Подолання розривів між ними потребує прийняття консолідованих програм, спрямованих на зменшення боргів і дефіцитів, а також упровадження реформ у сфері соціального захисту у зв'язку зі старінням населення.

Оцінка стану (стійкий чи нестійкий) державних фінансів передбачає проведення аналізу стійкості кожної складової державних фінансів, визначення переліку інтегральних показників, які відображають стан державних фінансів у цілому, здійснення моніторингу динаміки індикаторів стійкості державних фінансів протягом визначених періодів, проведення їх оцінки протягом поточного та середньо- і довгострокового періодів.

Фахівці МВФ значну увагу приділяють дослідженню макроекономічних аспектів глобальної фінансової стабільності, питанням оцінки стійкості сектору державних фінансів, зокрема стійкості суверенного боргу різних груп країн¹. У публікаціях Фонду визначено індикатори фінансової

¹ On the Path to Policy Normalization. IMF Fiscal Monitor. Washington, DC : International Monetary Fund, 2023. 108 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>; Balancing Fiscal Policy Risks. IMF Fiscal Monitor. Washington, DC : International Monetary Fund, 2012. 82 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/Balancing-Fiscal-Policy-Risks>; Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice / IMF. IMF Working Paper. 2000. No. 2000/081. 27 p.

стійкості сектору державного управління, розкрито вплив накопичення державного боргу на фінансову стійкість країн, розглядаються питання загострення довгострокових ризиків, запропоновано заходи з поглиблення бюджетної консолідації. Протягом першого десятиліття 2000-х років у ЄС були підготовлені та опубліковані результати досліджень, де розглянуто як методологічні, так і методичні питання формування системи індикаторів, а також проведення моніторингу і аналізу стійкості державних фінансів¹. Результати досліджень рекомендовано урядам держав – членів ЄС для використання в практичній діяльності. Останнє аналітичне видання з огляду проблем моніторингу, аналізу та визначення заходів забезпечення стійкого стану сектору державних фінансів побачило світ у квітні 2022 р.²

Система індикаторів стійкості державних фінансів, яка використовується в зарубіжних країнах, охоплює такі складові: сектор державного управління, сектор державних корпорацій (підсектори державних фінансових та державних нефінансових корпорацій). Стан кожного з названих секторів відображається певною підсистемою індикаторів. В ЄС прийнято єдині підходи до визначення переліку таких індикаторів, застосування єдиної методики їх розрахунків та класифікації можливих розривів між базовими показниками з метою врахування в ході обґрунтування управлінських рішень, спрямованих на забезпечення стійкого стану як кожного підсектору державних фінансів, так і сектору в цілому.

Важливу роль у системі індикаторів стійкості державних фінансів відіграє визначення їх переліку, який відображає стан операцій органів державного управління. З урахуванням обраних часових горизонтів дослідження (обмеженого чи необмеженого), у практичній діяльності країн ЄС основні показники динаміки операцій сектору державного управління зводяться до єдиної системи шляхом розрахунків двох основних індикаторів розриву стійкості (порушення стійкого стану) сектору державного управління: S_1 та S_2 .

Індикатор S_1 показує, що довгострокове коригування структури первинного балансу шляхом збільшення податків або зменшення видатків вимагає досягнення прийнятих показників величини боргу на заздалегідь визначену дату, для чого обирається кінцевий термін аналізу. Шляхом використання цілого набору показників розраховуються ймовірні зміни розривів стійкості операцій органів державного управління, виходячи з реальних та прогнозованих даних, які відображають динаміку таких операцій протягом досліджуваного періоду. За такого підходу точність розрахунків динаміки індикатора S_1 залежить від правильності визначення показників, використовуваних для їх проведення.

¹ The long-term sustainability of public finances in the European Union / European Commission. European Economy. 2006. No. 4. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7903_en.pdf; Sustainability Report 2009 / European Commission. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2009. URL: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15998_en.pdf.

² Fiscal Sustainability report 2021. Vol. 1 / European Commission. Institutional Paper. 2022. No. 171. April. 237 p. URL: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-05/dp171_en_vol1.pdf

Структурний баланс – це баланс бюджету без урахування впливу фактору економічного циклу. Поняття *структурного первинного балансу сектору державного управління*, за визначенням фахівців МВФ, охоплює баланс суспільного бюджету (public budget balance), за винятком виплат процентів за державним боргом, циклічних чинників і одноразових операцій. Це баланс бюджету загального уряду за винятком виплат процентів за валовим державним боргом, впливу циклічних факторів на доходи і видатки бюджету, ефекту одноразових і тимчасових операцій сектору державного управління.

Особливого значення з урахуванням такого підходу набуває відображення впливу факторів, пов'язаних з циклічним розвитком економіки в ході визначення обсягів та структури балансу бюджету органів державного управління. Циклічні компоненти розраховуються, виходячи з фактичних податкових надходжень і бюджетних видатків, скоригованих з урахуванням таких показників: відношення потенційного ВВП до фактичного ВВП; відношення структурного безробіття до фактичного безробіття; еластичність надходжень i -го податку з урахуванням розриву між потенційним і фактичним ВВП:

Слід звернути увагу на те, що величину структурного первинного балансу сектору загального державного управління необхідно коригувати з урахуванням видатків бюджету, пов'язаних зі старінням населення. Потребує також уточнення сума структурного первинного балансу сектору державного управління з включенням доходів, залучених до бюджету від власності.

Індикатор S_1 показує, наскільки має змінитися структурний первинний баланс бюджету загального уряду, щоб задовольнити потреби у покритті витрат, пов'язаних зі зміною рівня заборгованості до 60 % ВВП. При цьому враховується зменшення доходів бюджету від власності та збільшення бюджетних видатків на соціальні потреби, зумовлені старінням громадян. Довгострокове коригування структури первинного балансу (шляхом збільшення податків або зменшення витрат) вимагає досягнення цільового показника боргу в 60 % ВВП, включаючи будь-які додаткові витрати, які зростають внаслідок старіння населення. Вибір граничного показника для індикатора S_1 пов'язаний з величиною граничного боргу, встановленого Договором про функціонування ЄС¹.

Показник S_2 визначається як приріст структурного первинного балансу, необхідний для того, щоб дисконтована вартість майбутнього структурного первинного балансу була достатньою для покриття поточного рівня заборгованості. Цей показник складається з двох компонентів: початкова бюджетна позиція та довгострокові витрати, пов'язані із старінням населення. Оцінка початкової бюджетної позиції країни дорівнює 0, якщо структурний первинний баланс у початковому році є достатнім для того, щоб рівень боргу (% ВВП) зберігався на тому самому рівні, що й у початковому році, упродовж тривалого періоду. Це означає, що поточні доходи та первинні видатки повинні залишатись незмінними.

¹ Consolidated version of the Treaty on Functioning of the European Union. P. 279. URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:en:PDF>.

Індикатор S_2 відображає зміни величини структурного первинного балансу на кожний майбутній рік із урахуванням фактичних показників базового року. Суттєвою відмінністю між індикатором S_1 та індикатором S_2 є спрощення розрахунків шляхом вилучення показника обсягів дисконтованого державного боргу на визначений період (що виявляється у відсутності $\frac{r(D_{t_0} - D_T)}{(1+r)^{T-t_0} - 1}$), а також показника дисконтування $\sum_{i=t_0+1}^T \frac{1}{(1+r)^{i-t_0}}$. Це пояснюється тим, що для визначення індикатора

передбачено врахування нескінченного періоду, адже наслідки бюджетної консолідації виявляються протягом декількох десятиліть. Таким чином, максимальний вплив на бюджет відбувається наприкінці терміну, прийнятого для дослідження.

Показник S_2 визначається як приріст структурного первинного балансу, необхідний для того, щоб дисконтована вартість майбутнього структурного первинного балансу була достатньою для покриття поточного рівня заборгованості загального уряду. S_2 складається з двох компонентів: початкова бюджетна позиція та довгострокові витрати, пов'язані із старінням населення. Оцінка початкової бюджетної позиції країни дорівнює 0, якщо структурний первинний баланс у початковому році є достатнім для того, щоб рівень боргу (у % ВВП) зберігався на тому самому рівні, що й у початковому році, упродовж тривалого періоду. Це означає, що поточні доходи та первинні видатки повинні залишатись незмінними. Другий компонент показника S_2 – довгострокові витрати, пов'язані зі старінням населення – показує, наскільки повинен збільшитись (або зменшитись) у майбутньому первинний баланс, щоб забезпечити належне фінансування прогнозного збільшення (або скорочення) видатків, зумовлених старінням населення.

Отже, дисконтована вартість майбутнього структурного первинного балансу повинна покривати поточний рівень валового державного боргу. Міжчасові бюджетні обмеження є прийнятними за умови, що накопичений обсяг боргу повністю компенсується дисконтованою вартістю майбутніх профіцитів первинного балансу. У такому разі стійкість фінансової політики передбачає, що вибір між збільшенням державного боргу і підвищенням податків не впливає на основні макроекономічні показники.

У світі амбітного Плану відновлення Європи у звіті про стратегічне прогнозування (2020 р.) стійкість ЄС аналізується за 4 взаємопов'язаними вимірами: соціально-економічним, геополітичним, екологічним та цифровим. Для кожного виміру визначаються можливості, вразливі місця, пов'язані з кризою COVID-19, які необхідно подолати в середньо- та довгостроковій перспективі. Стійкість визначається як новий компас для політики ЄС. Фінансова стійкість має важливе значення для досягнення стратегічних довгострокових цілей у контексті цифрового, екологічного та справедливого переходу¹. Стратегічне планування може бути вико-

¹ 2020 Strategic Foresight - Charting the course towards a more resilient Europe. URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/strategic-planning/strategic-foresight/2020-strategic-foresight-report_en.

ристане для ідентифікації навичок майбутнього, в які потрібно спрямувати інвестиції тепер, а також для проведення більшого суспільного діалогу щодо оновлення соціального й фінансового контракту.

Звіт про стратегічне прогнозування за 2020 р. зосереджений на проблемах стійкості, показує, що стратегічне передбачення, орієнтоване на дії, унікально підходить для інформування осіб, які приймають рішення, для стимулювання сучасних переходів і посилення стійкості ЄС. З цією метою визначено такі кроки:

- розвиток інформаційно-аналітичних панелей резиліентності (resilience dashboards) як нового інструменту для моніторингу стійкості. Основна увага зосереджена на середньо- та довгостроковій перспективі, щоб створити найкращі умови для форсайт-інформованої політики з метою пом'якшення вразливості та зміцнення потенціалу виходу з кризового стану;
- покращання програми стратегічного прогнозування Єврокомісії, що підтримує головні політичні пріоритети. Вона включатиме спеціальні методичні підходи до прогнозування для інформування про основні ініціативи, заплановані в Робочій програмі Комісії, а також про наскрізні питання, визначені як такі, що мають великий вплив. Приклади можуть включати: відкриту стратегічну автономію ЄС, майбутнє зелених робочих місць і навичок, а також поглиблення поєднання зелених і цифрових переходів у всіх політиках і стратегіях.

У разі зростання небезпеки та відкритого конфлікту на кордоні Європи стратегічне передбачення дає змогу краще підготуватися до невизначеного майбутнього та передбачити події, які можуть вплинути на ЄС, що допоможе зробити Європу стійкішою. Звіт за 2023 р. зосереджений на “стійкому розвитку та добробуті людей у центрі відкритої стратегічної автономії Європи”. У звіті оцінюються ключові тенденції та майбутні виклики, що впливають на політичні дії ЄС у соціальних, економічних та екологічних аспектах сталого розвитку¹.

Форсайт-звіт за 2023 р. базується на результатах дослідження, проведеного разом зі Спільним дослідницьким центром Європейської комісії². Він включає створення сценаріїв форсайту, що описують альтернативні версії сталого майбутнього ЄС до 2050 р., а також використання “ретроспективного аналізу” та інших методів. Процес підготовки стратегічного прогнозу також включав консультації з експертами та зацікавленими сторонами, обговорення зі службами Єврокомісії, агентствами та спільними підприємствами, публікацію заклику до надання матеріалів та обговорення з іншими європейськими інституційними партнерами (в рамках Європейської системи аналізу стратегії та політики), а також з державами-членами через загальноєвропейську мережу Форсайт.

Звіт про стратегічне прогнозування за 2023 р. визначає шість ключових проблем, з якими політики стикнуться під час переходу до сталої Європи. У цьому звіті

¹ JRC science for policy report. Shaping securing the EU's Open Strategic Autonomy by 2040 and beyond. 2021. URL: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC125994> doi:10.2760/414963.

² 2023 Strategic Foresight Report. COM (2023) 376 final. 2023. July 6. URL: <https://commission.europa.eu/system/files/2023-07/SFR-23en.pdf>.

пропонується десять сфер дій, які ЄС повинен буде вжити, щоб зміцнити соціально та економічно стійку Європу із сильнішою роллю у світі в найближчі десятиліття. Ці сфери діяльності охоплюють широкий спектр дій – від розроблення нового соціального договору та використання потужності єдиного ринку до підтримки змін у виробництві та споживанні для більшої сталості. Пропонується посилити взаємозв'язки між внутрішньою і зовнішньою політикою для посилення ролі ЄС на глобальній арені. Зафіксовано прагнення рухатися до “Європи інвестицій”, залучаючи більше приватного фінансування на підтримку стратегічних інвестицій для переходу на зелені й цифрові технології.

Протягом першого десятиліття функціонування Економічного та валютного союзу держави – члени ЄС стали свідками накопичення макроекономічних дисбалансів. У грудні 2011 р. було запроваджено процедуру аналізу макроекономічного дисбалансу (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) як частину так званого пакета з шести законодавчих актів, що посилює моніторинг і нагляд за макроекономічною політикою в ЄС і зоні євро. Метою MIP є раннє виявлення потенційних ризиків, запобігання виникненню шкідливих дисбалансів і виправлення тих, які вже існують. Спостереження за макроекономічними дисбалансами в рамках MIP є частиною Європейського семестру, котрий забезпечує комплексну та перспективну координацію економічної політики в ЄС.

MIP має превентивну та коригуючу складові. Превентивний механізм дає змогу Єврокомісії та Раді ЄС прийняти рекомендації на ранній стадії до того, як дисбаланси стануть надмірними. Коригувальна частина запускає процедуру надмірного дисбалансу (Excessive Imbalance Procedure, EIP), котра вимагає від держав-членів представити план коригувальних дій. Щоб забезпечити дотримання EIP, фінансові санкції можуть бути накладені на країни-члени єврозони.

Звіт про механізм попередження (Alert Mechanism Report, AMR), що оприлюднюється в листопаді кожного року, є відправною точкою нового циклу процедури макроекономічного дисбалансу (MIP). На основі матриці індикаторів (scoreboard of indicators) ідентифікуються країни і проблеми, для яких потрібний дальший поглиблений аналіз. На цій основі Європейська комісія визначає країни, які виявляють ознаки потенційного макроекономічного дисбалансу або стикаються з проблемами в пристосуванні до дисбалансу, і тому їх необхідно вивчити детальніше. Саме в цих поглиблених дослідженнях причини дисбалансів детально аналізуються з метою визначення того, шкідливі вони чи ні. Лише після цього поглибленого аналізу Комісія пропонує рекомендацію в рамках превентивної або коригувальної частини процедури макроекономічного дисбалансу, якщо необхідно.

Спочатку матриця індикаторів MIP містила 10 показників. Нині таких індикаторів 14, які охоплюють: 1) зовнішні дисбаланси і конкурентоспроможність; 2) внутрішні дисбаланси; 3) індикатори зайнятості. Індикатори поширюються на найбільш значущі сфери макроекономічних дисбалансів, конкурентоспроможності та проблем адаптації. Ці 14 індикаторів доповнюються 25 допоміжними індикаторами. Матрицю індикаторів розроблено для відображення найважливіших внутріш-

ніх і зовнішніх аспектів макроекономічних дисбалансів за допомогою обмеженого набору відповідних показників високої статистичної якості.

Наразі матриця індикаторів має такий вигляд¹:

Зовнішні дисбаланси і конкурентоспроможність:

- 1) 3-річне зворотне ковзне середнє сальдо поточного рахунку у відсотках до ВВП з пороговими значеннями +6 % та -4 % ВВП;
- 2) чиста міжнародна інвестиційна позиція (net international investment position, NIIP) у відсотках до ВВП з індикативним порогом -35 %. Цей індикатор показує різницю між зовнішніми фінансовими активами країни та її зовнішніми фінансовими зобов'язаннями;
- 3) 5-річна відсоткова зміна часток експортного ринку у вартісному вимірі індикативним порогом -6 % ВВП;
- 4) 3-річна відсоткова зміна номінальної вартості одиниці праці (nominal unit labour cost, ULC) з пороговими значеннями +9 % для країн єврозони та +12 % для країн поза єврозною;
- 5) 3-річна відсоткова зміна реальних ефективних обмінних курсів (REER) на основі дефляторів НІСР/СРІ відносно 42 інших індустриальних країн з пороговими значеннями -/+5 % для країн єврозони та -/+11 % для країн поза єврозною. Реальний ефективний обмінний курс показує цінову конкурентоспроможність щодо основних торгових партнерів.

Внутрішні дисбаланси:

- 1) борг приватного сектору (консолідований) у відсотках до ВВП з пороговим значенням 133 %;
- 2) кредитний потік приватного сектору (консолідований) як відсоток ВВП з порогом 14 %;
- 3) річна відсоткова зміна цін на житло відносно дефлятора споживання Євростату з пороговим значенням 6 %;
- 4) борг сектору загального державного управління у відсотках до ВВП з пороговим значенням 60 %;
- 5) 3-річне ковзне середнє значення рівня безробіття з порогом 10 %;
- 6) річна відсоткова зміна загальних фінансових зобов'язань фінансового сектору з порогом 16,5 %.

Матриця індикаторів та допоміжні статистичні показники утворюють інтерактивну базу даних, яка постійно оновлюється Євростатом. Ця платформа даних статистичного офісу ЄС дає змогу завантажувати офіційну матрицю індикаторів, котра використовується у щорічних звітах про механізм попередження².

¹ Macroeconomic imbalance procedure scoreboard / European Commission. URL: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macro-economic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

² Macroeconomic imbalance procedure scoreboard / European Commission. URL: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macro-economic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

12.2. Обґрунтування методичних підходів до обчислення індикаторів фінансової вразливості та боргової безпеки України

Теоретичні джерела з проблематики боргової безпеки здебільшого оперують концепціями та моделями часткової рівноваги. Вперше теоретико-методологічну основу для аналізу державного боргу запропонував Е. Домар, який розробив модель, що визначає необхідну умову стійкості (Domar, 1944). Процентна ставка за боргом і темпи зростання ВВП у цій моделі встановлювалися екзогенно. О. Бланшар та ін., ґрунтуючись на Buiter (1985), формалізували модель, базовану на міжчасовому бюджетному обмеженні уряду та обґрунтували такі умови стійкості державного боргу: (i) відношення боргу до ВВП має наближатися в довгостроковій перспективі до початкового рівня, (ii) теперішня вартість відношення первинного бюджетного дефіциту до ВВП має дорівнювати від'ємному значенню поточного рівня державного боргу до ВВП (Blanchard et al., 1990).

Існує також ряд літературних джерел, у центрі уваги яких – система загальної рівноваги. Такі розробки базується на теорії Diamond (1965), який застосував модель перекриваючих поколінь для аналізу впливу накопиченого запасу державного боргу на довгострокову конкурентну рівновагу економіки. Rankin, & Roffia (2003) скоригували модель перекриваючих поколінь Diamond для очевидного моделювання стійкості державного боргу. Brauningner (2005) і Yakita (2008) поклали в основу попередню модель, але з налаштуваннями ендегенного економічного зростання та відмовою від моделювання стійкого державного боргу.

Важливість оцінки боргової стійкості і боргової безпеки пояснюється тим, що в загальноекономічному контексті високий рівень боргового навантаження породжує ряд негативних наслідків:

- підвищення реальних процентних ставок у економіці, що негативно впливає на приватні інвестиції та економічне зростання;
- необхідність досягнення значного первинного профіциту бюджету для утримання боргу на сталому рівні, що знижує якість державних послуг і може загрожувати соціальній стабільності;
- зростання вразливості до впливу зовнішніх шоків і звуження можливостей для проведення антициклічної фінансової політики, що позбавляє уряд інструментів підтримки сукупного попиту в кризових умовах і збільшує тривалість/глибину економічної кризи;
- нарощування видатків бюджету на обслуговування боргу, внаслідок чого зменшуються видатки на соціально-економічні потреби, що часто призводить до погіршення якості людського капіталу в країні й зменшення доступності суспільних послуг для широких верств населення;
- збільшення потреб уряду в рефінансуванні накопичених боргів, що посилює вразливість фінансової позиції держави до впливу ринкових ризиків і підвищує небезпеку шоків процентних ставок.

Тобто високий розмір державного боргу посилює загальну вразливість економіки до впливу шоків факторів. Важливим аспектом є й те, що високий розмір державного боргу пригнічує темпи економічного зростання країни.

Емпірична література, присвячена проблемам стійкості державного боргу, базується головним чином на концепціях часткової рівноваги. Фахівці МВФ пропонують граничні значення державного боргу для розвинутих країн і країн з ринками, що формуються, з використанням теоретичних надбань Buiter (1985) та Blanchard et al. (1990). У цих роботах очікувані майбутні первинні баланси, процентні ставки та темпи зростання показано як історичні середні значення, виходячи з припущення, що минула політика є найкращим орієнтиром для того, чого країна може досягти в майбутньому. Поняття стійкого державного боргу за таким підходом ближче за сутністю до поняття довгострокового державного боргу. Дослідники цього напрямку оцінили граничне значення державного боргу для розвинутих країн на рівні 75 % ВВП.

Mendoza, & Oviedo (2003) розширили цей підхід, включаючи невизначеність і припущення, що уряд повинен бути відданий справі обслуговування своїх боргів за будь-яких обставин. Такий уряд мав би взяти до уваги, що його майбутні доходи є невизначеними і він може зіткнутися з можливістю тривалого періоду низьких доходів у майбутньому. Поняття стійкого рівня державного боргу за таким підходом ближче за природою до поняття максимально допустимого рівня державного боргу.

Окремий напрям емпіричної літератури використовує сигнальний підхід, розроблений Kaminsky et al. (1998). За цим підходом визначаються граничні значення та оцінюється їхня ефективність як індикаторів раннього попередження боргових ускладнень. Вони використовуються в рамках комплексної системи діагностики боргової стійкості та боргової безпеки з метою отримання контрольних показників розміру боргового навантаження та індикаторів ризику боргового профілю. Контрольні або граничні показники, отримані за сигнальним підходом, вказують на той рівень індикатора, котрий найкраще передбачає настання боргової або фінансової кризи в контексті мінімізації суми пропущених криз і помилкових тривог (див. пояснення далі). Контрольні або граничні показники генеруються шляхом обчислення медіан вибірки (для розвинутих країн і країн з ринками, що формуються) у розрізі різних індикаторів.

У рамках сигнального підходу алгоритм проведення розрахунків і послідовність здійснення операцій мають такий вигляд:

- 1) повна вибірка країн поділяється на дві групи – кризова вибірка, що включає країни, що постраждали від кризи, і некризова вибірка країн, яким вдалося уникнути кризових проявів;
- 2) у межах кожної з груп країни ранжуються за ключовою змінною у зростаючому порядку, тобто окремо для кризової і некризової вибірки країни розташовуються, починаючи від мінімального і закінчуючи максимальним значенням показника;

- 3) виходячи із загальної кількості країн у кожній групі, розраховується кумулятивний розподіл кількості країн (у відсотках до їх загальної кількості), яким властивий цей показник, нижчий від вказаного рівня;
- 4) будуються графіки кривих динаміки показника для кризової і некризової вибірки країн на підставі кумулятивного розподілу країн;
- 5) на осі ординат встановлюється значення ключової змінної, що максимізує відстань між кривими динаміки вказаної змінної, побудованими для кризової і некризової вибірки країн. Отримане значення становитиме критичний (максимально допустимий) рівень згаданого показника.

Критерієм оптимізації в цьому випадку виступає мінімізація сум помилок I і II типу. Помилка I типу пов'язана з тим, що певний відсоток країн зі значенням коефіцієнта державних зобов'язань вище критичного рівня належить до групи некризових, а помилка II типу – з тим, що інший відсоток країн зі значенням вказаного коефіцієнта, нижче визначеного нами критичного рівня, належить до кризової вибірки. Коли індикатор відхиляється від природного рівня і перевищує граничне значення, це сприймається як сигнал про вірогідну боргову кризу протягом заданого періоду. При цьому якщо сигнал справді трансформувався в кризу, він називається хорошим, а коли сигнал не супроводжувався кризовими подіями, він вважається хибним сигналом або шумом. Шляхом мінімізації відношень шум сигнал визначаються оптимальні граничні значення.

Апробацію методології сигналів для визначення боргового стресу в країнах з ринками, що формуються, було здійснено Hemming et al. (2003). Концепція стійкого рівня державного боргу за таким підходом близька за сутністю до концепції максимально прийнятного рівня державного боргу.

У міжнародній теорії та практиці фіскального аналізу вважається, що показники рівня державного боргу та його обслуговування досягають небезпечного рівня, коли наближаються до позначки, за якої інші держави в історичному ракурсі вимушені були припинити обслуговування боргу і ставили перед кредиторами питання про його реструктуризацію чи списання. В основу такого підходу покладено твердження відомого вченого “Якщо країна обслуговувала свій борг за певного рівня боргу, вираженого у відсотках до ВВП, експорту чи бюджетних доходів, і цей рівень не збільшується, то країна матиме бажання і здатність обслуговувати свій борг” (De Melo, 1990). Тому для отримання кількісних граничних значень індикаторів боргової безпеки часто використовують медіанні значення боргових показників у період, що передував виникненню боргових криз у країнах зі схожими соціально-економічними умовами. Такі медіанні значення відігравали роль “точок відсікання” для розмежування країн, котрі перебували у стані боргової стійкості, та країн, боргова позиція яких була нестійкою.

Провідні фахівці у сфері міжнародних фінансів дійшли згоди на предмет того, що рівень державного боргу, міцність національної економіки до впливу зовнішніх шоків, а також курс економічної політики та її оцінка ринковими суб'єктами є ключовими факторами, які визначають ймовірність виникнення боргової кризи і загострення боргових проблем у конкретній країні.

При цьому більшість учених визнають, що економічно безпечний рівень боргу для країн з низьким і середнім рівнем доходів є помітно нижчим, ніж для розвинутих країн. Відсутність стабільного доступу до зовнішнього фінансування, невисокий рівень доходів держави, нестабільність податкових надходжень до бюджету та висока вартість залучення позик знижують ступінь платоспроможності держави навіть за помірною обсягу державного боргу.

Фахівці МВФ обґрунтували, що стійкий рівень державного боргу для конкретної країни визначається набором таких факторів: здатністю генерувати первинний профіцит бюджету й обслуговувати накопичений державний борг; перспективами економічного зростання країни; вартістю державних запозичень, що відображає як витрати накопиченого обсягу державного боргу, так і оцінки суб'єктів ринку обслуговувати урядом свої борги у майбутньому; історією виконання урядом своїх боргових зобов'язань (чи мали місце затримки боргових платежів, факти реструктуризацій, дефолту, втрати ринкового доступу до нових позик); вразливістю до впливу зовнішніх шоків; складом бази кредиторів та інвесторів¹.

Слід вказати й на те, що визначені експертним способом граничні значення є за своєю суттю динамічними, а тому можуть періодично переглядатися. Так, при розширенні економічного потенціалу країни, зміцненні її фінансової системи, підвищенні якості управління державними фінансами тощо безпечний рівень боргових зобов'язань країни має бути збільшений, оскільки спроможність держави утримувати певний обсяг державного боргу підвищується. Подальші дослідження з проблематики оцінки граничних значень державного боргу для країн з ринками, що формуються, виходили з необхідності оновлення бази даних, на основі яких було отримано більш ранні оцінки граничних рівнів боргу (ці масиви даних закінчувалися початком 2000-х років). Зокрема, максимально прийнятний рівень державного боргу було оцінено на основі параметричного підходу (див. Abiad, & Ostry, 2005) та непараметричного або сигнального підходу (Hemming et al., 2003).

12.3. Оцінка індикаторів фіскальної вразливості та боргової безпеки України станом на кінець 2022 року. Перелік загроз фіскальній безпеці України на підставі порівняльного аналізу фактичних значень цих індикаторів із граничними

Боргова безпека – це досягнення такого рівня державного і зовнішнього сукупного боргу, співвідношення між структурними складовими боргу, вартості обслуговування боргів і цільової спрямованості запозичених коштів, які забезпечують задоволення нагальних соціально-економічних потреб держави і не створюють загроз стабільності вітчизняної фінансової системи і поступального розвитку економіки країни (Богдан, 2012). Близьким до поняття боргової безпеки є поняття фіскальної вразливості. У більшості праць остання визначається як ситуація, за

¹ Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

якої Уряд наражається на небезпеку неможливості чи неспроможності досягти загальних цілей фінансової політики¹. Фінансову вразливість ще розуміють як негарантовану спроможність уряду досягти макроекономічних цілей його діяльності з використанням інструментів фінансової політики і задовольнити міжчасове бюджетне обмеження держави².

Поняття боргової безпеки тісно пов'язано з поняттям боргової стійкості. Боргову стійкість в окремих працях визначають як спроможність держави виконувати власні боргові зобов'язання, поточні та майбутні, вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення кредиторської заборгованості і не вдаючись до значного коригування балансу доходів і витрат держави (Єфименко, Єрохін, & Богдан, 2014). Боргова стійкість виключає будь-яку з таких ситуацій: коли уряд постав перед необхідністю реструктуризації боргу; коли позичальник продовжує нескінченно накопичувати борги швидше, ніж зростає його спроможність їх обслуговувати; коли позичальник живе поза межами своїх можливостей, накопичуючи борги й знаючи, що їх обслуговування вимагатиме суттєвого скорочення витрат³.

Надмірний державний борг у країнах з низьким рівнем доходів становить серйозну проблему, а боргова стійкість залишається основною умовою забезпечення економічної стабільності. Досвід бідних країн з високим рівнем боргу засвідчує, що порушення боргової стійкості призводить до великих втрат з точки зору економічного зростання та соціально-економічного розвитку цих країн.

На окремий розгляд заслуговує й проблема втрат від реструктуризації боргу, що негативно впливає на економічну активність та порушує кредитну культуру через руйнування засад непорушності кредитних угод. За наявності незначної кількості фінансових альтернатив такі країни потрапляють до ризикової зони у площині не лише втрати спроможності виконувати боргові зобов'язання, а й гальмування свого соціального та економічного розвитку.

Багато вчених визнають, що найбільш інформативними і значущими індикаторами боргової безпеки у частині **рівня боргового навантаження і витрат на обслуговування боргу** є: державний і гарантований державою борг, % ВВП; державний і гарантований борг, % доходів держбюджету; валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг; погашення і обслуговування державного боргу, % доходів бюджету; погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу, % експорту товарів і послуг; короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, % до міжнародних резервів.

¹ A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability / International Monetary Fund. 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/A-Framework-for-Assessing-Fiscal-Vulnerability-3489>.

² A Fiscal Vulnerability Indicator for Lesotho / Research Department of Central Bank of Lesotho. 2022. URL: <https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=115985>.

³ Assessing Sustainability / International Monetary Fund. 2002. URL: <https://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>.

У системі показників боргової безпеки і фінансової вразливості кожен індикатор має економічну сутність та практичне призначення. Зокрема, показник співвідношення державного боргу і ВВП вказує на рівень боргового навантаження на економіку країни і можливості держави розраховуватися з кредиторами, виходячи з економічного потенціалу країни. Показник відношення державного боргу до доходів бюджету засвідчує можливість покриття доходами бюджету всіх діючих боргових зобов'язань держави й оцінює платоспроможність держави у контексті наявності адекватного обсягу бюджетних ресурсів для погашення та обслуговування накопичених боргів.

Важливими індикаторами міцності фінансової системи та боргової безпеки є показники і зовнішнього сукупного боргу. Відношення зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг вказує на можливості обслуговувати зовнішні борги всіх секторів економіки за рахунок валютних надходжень від експорту товарів і послуг. Чим більш об'ємним і конкурентоспроможним є експортний сектор економіки, тим більше можливостей мають резиденти країни у площині виконання своїх зовнішньоборгових зобов'язань.

Показники обслуговування державного боргу сигналізують про рівень боргового навантаження у термінах відволікання обмежених економічних і фінансових ресурсів від надання публічних послуг. Співвідношення витрат за державним боргом і доходів бюджету дає змогу оцінити стійкість системи державних фінансів у разі неможливості рефінансування державного боргу.

Відношення платежів за зовнішнім сукупним боргом до експорту товарів і послуг відображає частку надходжень від експорту, котру держава та суб'єкти національної економіки змушені спрямовувати на виконання зовнішньоборгових зобов'язань, що є важливим індикатором зовнішньої платоспроможності країни. Показник співвідношення короткострокового зовнішнього боргу (суми річних виплат за довгостроковим зовнішнім боргом і короткострокових зобов'язань резидентів) та міжнародних резервів вказує на стійкість зовнішньоборгової позиції економіки на випадок раптової зупинки чи зворотного руху іноземного капіталу.

Серед експертів і вчених досягнуто консенсус стосовно того, що поряд з показниками **обсягу боргу і витрат на його обслуговування**, стан боргової безпеки діагностується з використанням ряду **фіскальних індикаторів та індикаторів структури державного боргу**, серед яких: циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління, % ВВП; різниця між номінальною ставкою обслуговування державного боргу і темпами зростання номінального ВВП, %; валові потреби уряду в позиковому фінансуванні, % до ВВП (Baldacci et al., 2011).

Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління (% ВВП) є одним з індикаторів збалансованості державних фінансів, оскільки показує фіскальну позицію, "очищену" від впливу макроекономічних тенденцій. Він вимірює чистий вплив фіскальної політики на сукупний попит.

Різниця номінальної процентної ставки за державним боргом і темпів зростання номінального ВВП є однією з детермінант боргової динаміки. Якщо

процентна ставка перевищує номінальні темпи зростання ВВП, то навіть за утримання нульового бюджетного дефіциту абсолютна сума боргу зростатиме. У таких умовах держава вимушена буде досягати первинного балансу бюджету для утримання ризиків платоспроможності на прийнятному рівні. Істотна від'ємна різниця є ключовою рушійною силою стійкості державного боргу в багатьох країнах з ринками, що формуються, тоді як додатна різниця у більшості розвинутих раїнах є несприятливим фактором для динаміки державного боргу.

Показник *валових потреб Уряду в позиковому фінансуванні* становить суму планового дефіциту бюджету і погашення державного боргу із загального та спеціального фондів бюджету, що припадає на відповідний період, і виражається у відсотках до ВВП. Він свідчить про обсяг потреб уряду в залученні позикових коштів з метою фінансування дефіциту бюджету та погашення державного боргу і демонструє вразливість державних фінансів до ризиків рефінансування боргу.

Показникам структури державного боргу традиційно приділялося багато уваги під час аналізу боргових проблем. Адже, історично борговим кризам у багатьох країнах передувало збільшення частки короткострокового боргу та боргу в іноземних валютах. Саме тому серед експертів досягнуто згоди на предмет того, що стан боргової стійкості слід також відстежувати на основі індикаторів структури державного боргу (Baldacci et al., 2011). До цієї групи індикаторів слід віднести: частку боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті чи прив'язаних до обмінного курсу, в загальній сумі державного боргу, %; середній термін до погашення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, років; частка державного боргу, що рефінансується в наступному році; частка заборгованості з плаваючою і фіксованою процентною ставкою, яка свідчить про вразливість суверенних балансів до процентного ризику.

Так, частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, є важливим показником вразливості державних фінансів до коливань обмінного курсу національної валюти. Він сигналізує про величину потреб держави в іноземній валюті для обслуговування боргів і вказує на рівень розвитку внутрішнього ринку державних облігацій та ступінь довіри до національної валюти. А середній термін до погашення державного боргу свідчить про стійкість фінансової позиції держави до ризиків рефінансування боргу і її вразливість до зміни настроїв учасників фінансового ринку.

Індикатори боргового навантаження та потреб у позиковому фінансуванні демонструють високу чутливість до макрофінансових шоків: шоків економічного зростання, процентних ставок, обмінних курсів і первинного балансу бюджету. Тому перспективи утримання боргової безпеки в країні визначаються динамікою не лише боргових показників, а й показників макрофінансового середовища.

Експерти МВФ вводять у дослідженнях поняття фінансового стресу, що є аналогом кризи державних фінансів. Факт фінансового стресу визначається ними як одна з таких подій, що може проявлятися ізольовано або у поєднанні з іншими подіями: а) реструктуризація державного боргу чи дефолт за державними зобов'язан-

нями; б) фінансування платіжного балансу країни чи бюджету МВФ у розмірі, що перевищує 100 % квоти країни; в) неочевидний дефолт за внутрішніми зобов'язаннями у формі гіперінфляції; г) стрімке зростання вартості державних запозичень (підвищення спредів за суверенними зобов'язаннями до 1000 б. п. і вище) (Baldacci et al., 2011).

З огляду на це в практиці діяльності міжнародних фінансових організацій широко використовуються так звані **показники “зон вразливості” державних фінансів**. Вважається, що при досягненні визначених граничних значень державні фінанси потрапляють до зони підвищених боргових ризиків. У табл. 12.1 поряд з індикаторами боргової безпеки представлено показники “зон вразливості” державних фінансів та їхні граничні значення. За висновками фахівців МВФ “зони вразливості” державних фінансів найбільш адекватно відображають такі індикатори: масштабні *фіскальні коригування*, які необхідні для стабілізації чи зниження рівня державного боргу; волатильні й важкопрогнозовані *темпи зростання реального ВВП*; високі валові *потреби уряду в рефінансуванні державного боргу*; великі *спреди за борговими зобов'язаннями*; значна *частка боргових зобов'язань уряду у власності нерезидентів*; суттєва *частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті*¹.

Характеристики структури боргу – термін погашення, валютна структура та склад бази кредиторів уряду – в багатьох випадках інформують про стан боргової безпеки та ризики для фіскальної стійкості. Зокрема, висока частка державного боргу, номінованого в іноземній валюті, підвищує вразливість державних фінансів до коливань обмінного курсу та може чинити тиск на валютні резерви. Склад бази кредиторів уряду (чи є вона диверсифікованою, надійною, національною або іноземною) також відіграє помітну роль при оцінці перспектив рефінансування державного боргу. Борговим ускладненням зазвичай передують збільшення частки короткострокового боргу та боргу, номінованого в іноземній валюті, при збільшенні потреб у зовнішньому фінансуванні.

Спред державних облігацій також має тенденцію до збільшення перед початком боргових ускладнень, хоча коливання спредів можуть бути пов'язаними з низкою базових факторів – макроекономічних фундаментальних показників і політичних ризиків конкретної країни, а також інших чинників, що походять від глобальних фінансових умов і вподобань інвесторів. Враховуючи можливість значних короткострокових стрибків спредів, лише тривалі зростання спредів беруться до уваги при оцінюванні фінансових вразливостей. Граничні значення згаданих індикаторів вразливості наведено в табл. 12.1. Їх обчислили фахівці МВФ на основі моделей “раннього попередження” боргових ускладнень або як верхній квантиль (25–30 %) історичних значень для країн з ринками, що формуються. Було також розраховано кількісні фактичні значення показників боргової безпеки та фіскальної вразливості України на основі статистичних даних Міністерства фінансів, НБУ, Державної

¹ Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

служби статистики, даних МВФ і Світового банку. Обчислені авторами кількісні значення індикаторів за 2020, 2021 і 2022 рр. представлено в табл. 12.1.

Таблиця 12.1

Індикатори фінансової вразливості й боргової безпеки України та їхні граничні значення

№ з/п	Індикатори	Граничний рівень	2020	2021	2022
1	Коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП, в. п.	2	2,0	1,8	3,1
2	Різниця між номінальною ставкою обслуговування державного боргу і темпами зростання номінального ВВП, %	1,1	0,7	-22,3	11,4
3	Кумулятивне коригування первинного балансу зведеного бюджету за 3-річний період, % ВВП	2	-4,7	-0,6	-13,2
4	Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління, % ВВП	-1	-1,6	-0,5	н. д.
5	Державний борг і гарантований державою борг, % ВВП	70	61,2	50,5	78,5
6	Державний і гарантований державою борг, % доходів державного бюджету	200	237,2	206,0	227,9
7	Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	200	207,1	159,0	231,6
8	Валовий зовнішній борг, % ВВП	70	80,3	64,9	82,2
9	Погашення і обслуговування державного боргу, % доходів державного бюджету	45	47,1	46,0	34,0
10	Погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу, % експорту товарів і послуг	25	25	18	23,7
11	Короткостроковий зовнішній сукупний борг за залишковим терміном погашення, % міжнародних резервів	100	166,4	156,2	137,1
12	Короткостроковий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг	40	79,9	59,2	68,5
13	Валові потреби уряду в позиковому фінансуванні (сума планованого дефіциту бюджету і погашення боргу), % ВВП	15	14,5	11,6	25,1
14	Середній термін до погашення державного боргу, років	4	6,8 в	6,4	7
15	Частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, %	15	22	56	34,7
16	Частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою в загальній сумі державного боргу, %	80	70,2	68,9	67,5
17	Частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті в загальній сумі державного боргу, %	60	65,0	63,2	67,2
18	Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, %	45	60	54	65,5
19	Спред доходності облігацій зовнішньої державної позики, б. п. (EMBIG)	600	522	1096	н. д.
20	Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення в загальній структурі державного боргу, в. п.	1	3	7,2	0,1

Розраховано та складено авторами з використанням: Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

Методика розрахунку окремих показників боргової безпеки та фінансової вразливості

Коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП. Відношення стандартного відхилення темпів приросту реального ВВП України до його середнього значення за 5-річний період.

Різниця між номінальною ставкою обслуговування державного боргу і темпами зростання номінального ВВП. Різниця двох показників: 1) відношення процентних виплат за державним боргом протягом року до величини державного боргу України (без урахування гарантованого) на початок року (ефективної ставки обслуговування державного боргу) та 2) темпів приросту номінального ВВП.

Кумулятивне коригування первинного балансу Зведеного бюджету за 3-річний період. Річний показник обчислюється як сальдо зведеного бюджету за вирахуванням видатків на обслуговування державного боргу (первинний баланс) щодо номінального ВВП. Після отримання відносних значень первинного балансу зведеного бюджету обчислюється різниця показника поточного року і показника 3-річної давнини.

Циклічно скоригований первинний баланс сектору загального державного управління. У теорії цей показник розраховується за такою формулою:

$$B^* = \sum Ti^* - G^* + X, \quad (12.1)$$

де B^* – циклічно скоригований баланс бюджету; Ti^* – циклічно скориговані надходження до бюджету i -го виду; G^* – циклічно скориговані видатки бюджету; X – неподаткові доходи бюджету мінус видатки на обслуговування державного боргу.

При цьому циклічно скориговані надходження до бюджету i -го виду обчислюються так:

$$Ti^* / Ti = (Y^* / Y)^{e_{ti,y}}, \quad (12.2)$$

Циклічно скориговані видатки бюджету розраховуються за формулою:

$$G^* / G = (U^* / U)^{e_{g,u}}, \quad (12.3)$$

де Ti – фактичні надходження i -го виду податку; G – фактичні видатки бюджету за вирахуванням процентних виплат; Y^* / Y – відношення потенційного ВВП до фактичного; U^* / U – відношення структурного безробіття до фактичного; $e_{ti,y}$, $e_{g,u}$ – еластичність i -го виду доходів бюджету до розриву ВВП; $e_{g,u}$ – еластичність первинних видатків бюджету до зміни рівня безробіття.

Тоді, підставивши формули (12.2) і (12.3) у формулу (12.1), отримаємо такий вираз для обчислення циклічно скоригованого балансу:

$$B^* = (\sum Ti (Y^* / Y)^{e_{ti,y}}) - G (U^* / U)^{e_{g,u}} + X. \quad (12.4)$$

В Україні дані офіційної статистики не надають необхідної інформації для розрахунку циклічно скоригованого первинного балансу бюджету чи сектору загального державного управління. Тому було використано показники циклічно скоригованого

гованого первинного балансу, що надаються МВФ у періодичному виданні “|Fiscal Monitor”.

Валовий зовнішній борг у відсотках до ВВП обчислюється за даними НБУ щодо валового зовнішнього боргу всіх секторів економіки України у доларах США станом на кінець року, середньорічного обмінного курсу гривні до долара США і номінального обсягу річного ВВП.

Погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього сукупного боргу у відсотках до експорту товарів і послуг розраховуються за даними НБУ щодо планових платежів у рахунок погашення і обслуговування зовнішнього боргу всіх секторів економіки (без урахування виплат за депозитами і міжфірмовим боргом за прямими інвестиціями), а також даними щодо експорту товарів і послуг у складі платіжного балансу України.

Валові потреби уряду в позиковому фінансуванні у відсотках до ВВП обчислюються як сума фактичного первинного бюджетного дефіциту, погашення й обслуговування державного боргу у співвідношенні з річним ВВП країни. Аналогічне визначення передбачає ділення суми фактичного бюджетного дефіциту та погашення державного боргу на річний номінальний ВВП.

Середній термін до погашення державного боргу в роках. Розраховується як середній показник строковості боргових зобов'язань уряду за залишковим терміном погашення, зважений за обсягами непогашеного боргу за кожним видом зобов'язань. Офіційна статистика державного боргу України не оперує показником середнього терміну до погашення боргу, відповідні оціночні показники наявні лише в інформаційно-аналітичних матеріалах Міністерства фінансів України.

Частка державного боргу, що рефінансується в наступному році обчислюється як відношення валових потреб у позиковому фінансуванні зведеного бюджету в наступному році до обсягу державного і гарантованого державою боргу (з урахуванням місцевого боргу) станом на кінець поточного року.

Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів розраховується як відношення суми зовнішнього державного і гарантованого боргу та обсягу ОВДП у власності нерезидентів до загальної суми державного і гарантованого боргу України (внутрішнього і зовнішнього). Показники зовнішнього боргу України і загального державного і гарантованого боргу наявні в статистичній звітності Міністерства фінансів. Суми ОВДП у власності нерезидентів оприлюднюються НБУ (форма “ОВДП, які знаходяться в обігу за сумою основного боргу”).

Спред дохідності облігацій зовнішньої державної позики, базових пунктів (EMBIG) обчислюється банком JP Morgan як середньозважений спред облігацій зовнішньої позики України відносно дохідності облігацій Казначейства США. Він відображає загальну ризикову премію для країни, яка походить від ринкового ризику, кредитного ризику, ризику ліквідності та інших видів ризиків. Епізодично дані щодо значень спреду EMBI-Україна надаються МВФ у економічних оглядах і аналітичних матеріалах.

Коли за результатами діагностики боргової безпеки та індикаторів фіскальної вразливості їх фактичні значення **перевищують граничні показники**, то, як правило, необхідні детальніший аналіз і отримання достовірних висновків щодо стану фінансової позиції держави. Зокрема, якщо більшість аналізованих показників перевищують граничні значення, то боргова ситуація в країні та стан державних фінансів мають викликати занепокоєння. Адекватна реакція з боку уряду в такому випадку не є уніфікованою, але обов'язково мають вживатися заходи, спрямовані на скорочення загального рівня боргу та збільшення частки фінансування за рахунків зовнішньої допомоги або пільгових позик.

Порівняння фактичного рівня індикаторів боргового навантаження, структури боргу, рівня боргових виплат та індикаторів фіскальної вразливості України з гранично допустимими дало змогу зробити висновки при критично високий рівень боргових і фіскальних ризиків в Україні.

Про високу ймовірність порушення стану боргової безпеки та фіскальної стійкості в Україні в 2022 р. сигналізували такі індикатори:

- коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП – 3,1 в. п.;
- різниця номінальної ефективної ставки обслуговування державного боргу і темпів зростання номінального ВВП – 11,4 в. п.;
- державний і гарантований державою борг – 78,5 % ВВП;
- державний і гарантований державою борг – 227,9 % доходів бюджету;
- валовий зовнішній борг – 231,6 % експорту товарів і послуг;
- короткостроковий зовнішній сукупний борг за залишковим терміном погашення – 137,1% міжнародних резервів;
- короткостроковий зовнішній борг – 68,5% експорту товарів і послуг;
- валові потреби уряду в позиковому фінансуванні – 25,1 % ВВП;
- частка держборгу, що рефінансується в наступному році, – 34,7 % ВВП;
- частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою в загальній сумі державного боргу – близько 68 %;
- спред дохідності облігацій зовнішньої державної позики України (EMBIG) – понад 1000 б. п.;
- частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу – 67,2 %;
- частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів – 65,5 % сумарного боргу.

Загалом із 20 запропонованих нами індикаторів фіскальної вразливості та боргової безпеки 15 вказують на зони високого ризику. Загрози для боргової та фіскальної безпеки України породжуються як високим рівнем державного і зовнішнього сукупного боргу, так і незбалансованою структурою державного боргу, а також несприятливими макрофінансовими чинниками, що впливають на стабільність державних фінансів.

12.4. Аналіз фінансового забезпечення заходів обмеження впливів пандемії COVID-19 і подолання наслідків війни та дотримання принципів боргової стійкості

Моніторинг і оцінка індикаторів фінансової стійкості, фінансової вразливості та боргової безпеки вимагають врахування загально-економічного контексту формування цих індикаторів у період пандемії COVID-19 та військової агресії, а також аналізу заходів обмеження впливів пандемії і наслідків війни в Україні у період 2020-2023 років.

Подолання впливів пандемії COVID-19 вимагало значного збільшення витрат державного бюджету на охорону здоров'я і підтримку економіки, а також мобілізації додаткових фінансових ресурсів до бюджету. Війна, розв'язана росією проти України, потребувала посилення протидії руйнуванню нашої державності, знищенню інфраструктури, виконанню державних функцій, підризу розвитку економіки, погіршенню рівня життя громадян. Фіскальна політика вимагала швидкого коригування для забезпечення впровадження заходів щодо протидії та зупинення поширення пандемії і руйнівних впливів війни.

До основних завдань подолання наслідків війни органами влади України віднесено забезпечення здатності держави швидко адаптуватися до змін безпекового середовища, ефективно протистояти воєнним загрозам, безперервно функціонувати до і під час воєнного конфлікту, а також у короткі строки відновлюватися після його завершення¹. Важливим завданням науково-аналітичної роботи в таких умовах є проведення аналізу фінансового забезпечення заходів обмеження впливів пандемії COVID-19 і подолання наслідків війни та дотримання принципів боргової стійкості.

Поширення пандемії COVID-19, боротьба за незалежність та реалізацію євроінтеграційного курсу у ході війни вимагали належного забезпечення заходів протидії агресору. Водночас відзначалося загострення ризиків фінансового забезпечення таких операцій, а також підтримки соціальних програм, утримання об'єктів критичної інфраструктури, створення безпечних умов для громадян. Першочергового значення набули питання щодо впровадження значних змін до обсягів та структури публічних витрат, оскільки їх показники не забезпечували розв'язання проблем розвитку економіки та виконання соціальних завдань.

Мобілізація доходів державного бюджету, а також залучення додаткового ресурсу (в рамках його фінансування) було ускладнено перешкодами доступу до ресурсів, акумульованих на міжнародному фінансовому ринку (внаслідок війни), а також недостатністю належних механізмів і інструментів використання потенціалу резидентів для фінансового забезпечення внутрішніх запозичень. Необхідним стало залучення зовнішнього неринкового фінансування за умов, які не провокуватимуть порушень фінансової стабільності та боргової стійкості.

Важливим аспектом є те, що застосування активних заходів боротьби з недопущення та обмеження наслідків негативних впливів пандемії COVID-19 і війни

¹ Стратегія воєнної безпеки України : затв. Указом Президента України від 25.03.2022 № 121/2021. URL: <https://www.president.gov.ua/documents/1212021-37661>.

мають здійснюватися при недопущенні суттєвого погіршення фінансової позиції країни. За оцінками експертів МВФ, у 2022 р. відзначалося істотне погіршення показників економічного та соціального розвитку України. Різко зменшилися обсяги ВВП із причин зниження внутрішнього попиту, приватного споживання та інвестицій. Частково погіршення таких показників було компенсовано збільшенням державного споживання. Значно погіршився фінансовий баланс сектору загально-го державного управління. Зріс державний та гарантований державою боргу¹.

За таких умов система управління фінансовими операціями, що використовувалася у довоєнний період, потребувала значних змін. Спостерігалися порушення співвідношення між різними частинами фінансування, а використання напрацьованих механізмів та інструментів проведення фінансової політики виявилось обмеженим. Виникла потреба у прийнятті та впровадженні нових підходів до мобілізації фінансових ресурсів, не допускаючи при цьому порушень принципів фінансової стабільності та боргової стійкості. Під час війни в Україні перед органами державного управління постало завдання забезпечити стрімко зростаючі витрати на виконання основних функцій. Це вимагало не лише відновлення, а й збільшення бюджетних доходів, відтермінування погашення заборгованості, зміцнення системи соціального захисту. Такі зміни мали супроводжуватися впровадженням механізмів недопущення різкого погіршення фінансової стабільності².

Через воєнний стан у 2022 р. обсяг видатків державного бюджету збільшився (порівняно з показниками, досягнутими протягом попереднього року) більше ніж удвічі. Водночас, попри значні руйнівні впливи російської агресії проти нашої країни, було забезпечено фінансування всіх пріоритетних видатків вчасно та в повному обсязі: пенсій, соціальних виплат, зарплат медикам та вчителям, видатки на безпеку й оборону, охорону здоров'я, освіту тощо. Створено умови для адаптації бізнесу до змін ситуації в нашій країні³.

У період протидії російській воєнній агресії та подолання її наслідків, з причин погіршення фінансування критичної інфраструктури з боку приватного сектору економіки, збільшилася частина фінансування таких витрат за рахунок центрального бюджету. Внаслідок руйнівних впливів війни стрімко зросли видатки державного бюджету. Водночас збільшувалися розриви між витратами та доходами Державного бюджету України (табл. 12.2).

¹ Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Staff Country Report. 2022. December 21. P. 36. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.

² Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Staff Country Report. 2022. December 21. P. 2. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.

³ Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Staff Country Report. 2022. December 21. P. 2. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.

Таблиця 12.2

Основні показники державного бюджету України, млрд грн

Показники	2019	2020	2021	2022	2023 (план)
Доходи	998,34	1076,03	1296,90	1787,40	1390,39
Видатки	1075,12	1288,12	1491,21	2705,42	3075,88
Сальдо кредитних операцій	4,22	5,52	4,53	-3,33	44,20

Складено за: Бюджет України 2021 : стат. зб. / Міністерство фінансів України. Київ, 2022. С. 9. URL: https://mof.gov.ua/storage/files/2_Budget_of_Ukraine_2021.pdf; Виконання державного бюджету України. 2023. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/2022/>; закони України про державні бюджету на 2022 та 2023 роки.

Показники видатків Державного бюджету України мали тенденцію до зростання. Проте, якщо у 2020 та 2021 рр. їхні обсяги номінально збільшувалися (відносно показників попередніх років) відповідно на 19,81 та на 15,77 %, то у 2022 р. – на 84,42 % (рис. 12.1). Внаслідок загострення ризиків мобілізації доходів співвідношення між показниками видатків та покриттям їх доходами погіршувалося. Якщо у 2019 р. воно досягало 93,05 %, а у 2021 р. – 87,02 %, то в період війни розриви між показниками доходів та видатків різко збільшилися.

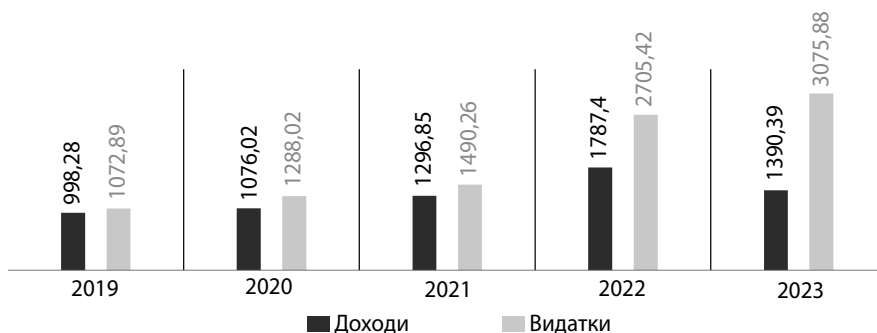


Рис. 12.1. Динаміка показників доходів та видатків Державного бюджету України у 2019–2023 рр., млрд грн

Примітка. 2023 р. – план.

Побудовано за: Виконання державного бюджету України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/2022/>; Про Державний бюджет України на 2023 рік : Закон України від 03.11.2022 № 2710-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2710-20#Text>.

Для 2022 р. характерним стало досягнення такого покриття в 66,07 %, згідно із запланованими показниками на 2023 р. воно може зменшитися до 45,20 %. Для недопущення виходу за критичні рівні фінансового забезпечення поставили завдання залучення додаткового ресурсу для покриття таких розривів з інших джерел. Було отримано позитивні результати щодо мобілізації доходів бюджету. Проте показники покриття видатків доходами виявилися недостатніми для фінансування критичних витрат, що вимагало зведення бюджету з дефіцитом. На 2023 р. передбаче-

но зменшення розривів між доходами та видатками бюджету переважно за рахунок зниження темпів збільшення видатків.

Подолання впливів пандемії COVID-19 потребували значного збільшення бюджетних витрат, що привело до необхідності збільшення бюджетного дефіциту (рис. 12.2). У 2020 р. дефіцит бюджету збільшився відносно показника, досягнутого за підсумками 2019 р. у 2,78 раза. Водночас у період війни таке зростання мало значно вищі темпи. У 2022 р. дефіцит збільшився у 4,62 раза. На 2023 р. передбачено його зростання в 1,88 раза. Слід урахувати, що дефіцит державного бюджету був би більшим, якщо взяти до уваги, що до складу доходів бюджету було віднесено кошти, перераховані НБУ, а також гранти, отримані від іноземних держав.

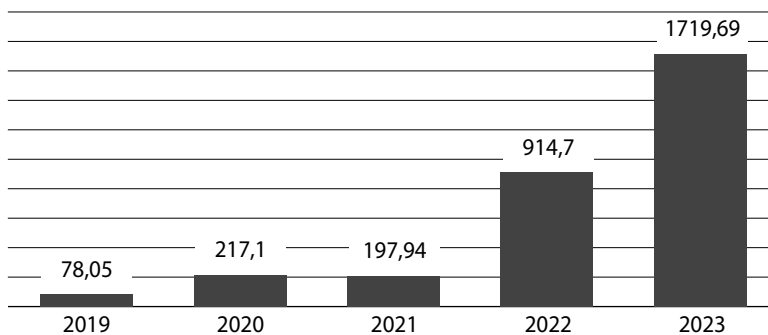


Рис 12.2. Динаміка показників дефіциту державного бюджету України у 2019–2023 рр., млрд грн

Примітка. 2023 р. – план.

Побудовано за: Виконання державного бюджету України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/2022/>; Про Державний бюджет України на 2023 рік : Закон України від 03.11.2022 № 2710-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2710-20#Text>.

Традиційно в періоди економічних криз, стихійних лих, виникнення соціальних вибухів, а також під час введення воєнних режимів, як правило, переважна частина дефіциту забезпечується ресурсами, отриманими від розміщення державних запозичень. За таких умов фінансове забезпечення збільшених видатків з боку ресурсу, що перебуває в управлінні державної влади, переноситься на майбутні періоди (воно здійснюється шляхом погашення позик). Проте їх використання обмежується низкою факторів, зокрема: погіршенням ситуації на внутрішньому фінансовому ринку, ускладненням доступу до міжнародних ринків (внаслідок зростання небезпеки для інвесторів та зниження рейтингів держави), різким зростанням дохідності боргових інструментів. Фактором ускладнення проведення таких операцій є й відсутність (або недостатність) нормативної бази, яка регламентує проведення бюджетних операцій в період війни, що компенсується розширенням “ручного” (зако-нодавчо недостатньо регламентованого) управління бюджетними операціями.

В Україні було розширено мобілізацію ресурсів у рамках фінансування державного бюджету, у т. ч. від проведення активних операцій в рамках державного бю-

джету. Зросло також значення залучення інших джерел для покриття бюджетних витрат, серед яких: отримання фінансової допомоги від іноземних партнерів на основі використання механізмів запозичень (кредитів або державних боргових цінних паперів. Для покриття витрат з фінансування дефіциту державного бюджету, а також погашення позик (терміни яких настали на період здійснення таких операцій) ресурси залучалися також з внутрішнього фінансового ринку, їх сума становила 26,6 % усього обсягу фінансування. Решту 73,4 % отримано із зовнішніх джерел.

З причин недостатнього попиту на ОВДП, розміщених з метою мобілізації ресурсу для фінансування державного бюджету, з боку недержавного сектору та нерезидентів, у період війни було значно збільшено вкладення коштів у державні облігації держбанками. Досить значні обсяги вкладень здійснювалися центральним банком та комерційними банками. Їхня частка досягала 85,43 % усіх вкладень в ОВДП (емітованих у національній та іноземних валютах). Висока частка інвестицій в ОВДП з боку НБУ та державних банків відображає застосування механізмів монетарного (грошового) фінансування державних запозичень. Такі операції впливають на динаміку показників макроекономічної стабільності, вони негативно впливають на динаміку інфляції та курс національної валюти. Використання інструментів монетарного фінансування дефіциту пояснюється зниженням можливостей залучення фінансових ресурсів з вітчизняного та міжнародного фінансових ринків.

У період воєнного стану спостерігалися значні зміни у сфері залучення фінансових ресурсів з міжнародного фінансового ринку. Їх мобілізація ускладнилася через погіршення умов розміщення зовнішніх державних запозичень України (внаслідок різкого погіршення показників кредитоспроможності, викликаних вторгненням росії, та руйнуванням сталої системи фінансування). Переважна частина зовнішнього фінансування державного бюджету припадала на МФО. Органи державного управління зарубіжних держав надають фінансову підтримку Україні не лише у формі грантів, а й шляхом запозичень. При цьому кредитування здійснюється на пільгових умовах. Його ставки є істотно нижчими від ринкових, запозичення відзначаються довгостроковими термінами, застосовуються прийнятніші для України режими рефінансування позик.

Зовнішня фінансова допомога від зарубіжних партнерів у 2022 р. досягала 32,095 млрд дол. США. При цьому 45 % її було надано у вигляді грантів. Передбачене відстрочення (на 2 роки) платежів за випущеними та гарантованими державою єврооблігаціями на загальну суму близько 21,1 млрд дол. Призупинено виплати за державним та гарантованим державою боргом із кредиторами з країн G-7 та Паризького клубу до кінця 2023 р. з можливістю продовження призупинення на додатковий рік¹.

ЄС надає фінансову підтримку Україні в рамках макрофінансової допомоги – кредитів на пільгових умовах з довгостроковими термінами погашення. З бюджету ЄС також передбачено фінансування процентних платежів за отриманими нашою країною кредитами. Забезпечення фінансування таких витрат здійснюється шля-

¹ Мінфін: підсумки 2022 року / Міністерство фінансів України. 2022. 30 груд. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/key_results_of_2022_of_the_ministry_of_finance-3788.

хом залучення коштів з міжнародних фінансових ринках від імені ЄС. Використовуються також механізми надання гарантій за кредитами його державами-членами¹.

Наслідком збільшення запозичень з метою забезпечення фінансування державного бюджету в період війни стало зростання внутрішньої та зовнішньої державної заборгованості України. Показники внутрішнього боргу переважно збільшилися за причин зростання заборгованості за державними борговими цінними паперами. У 2023 р. (станом на 31 травня) вона зросла (порівняно з показником, досягнутим за 2021 р. у цілому) на 36,80 %. Зовнішня заборгованість збільшилась через збільшення запозичень від урядів іноземних країн (у 6,05 раза), МФО (у 3,27 раза)².

Висновки до розділу 12

При розробленні системи моніторингу фінансової вразливості й боргової стійкості в Україні варто враховувати багатоаспектний досвід держав – членів ЄС у справі застосування індикаторів стійкості державних фінансів. Проведення такого аналізу має стати основою для розроблення заходів, спрямованих на реанімацію стійкого стану сектору державних фінансів у цілому та його окремих складових в умовах повоєнного розвитку.

Система індикаторів стійкості державних фінансів, яка використовується в інших країнах, поширюється на такі інституційні сектори: сектор загального державного управління, сектор державних корпорацій (підсектор державних фінансових та підсектор державних нефінансових корпорацій). В ЄС прийнято єдині підходи до визначення переліку індикаторів, розроблення методики їх обчислення та класифікації розривів між базовими показниками. Це дає змогу приймати обґрунтовані управлінські рішення, спрямовані на забезпечення стійкого стану як кожного підсектору державних фінансів зокрема, так і сектору загалом.

Коригування макроекономічних дисбалансів здійснюється на основі методу “двох кроків”. Перший передбачає створення механізму попередження (Alert Mechanism), який виконує функцію певного фільтра (ст. 3 Регламенту ЄС 1176/2011). Мета механізму попередження полягає в зосередженні уваги органів державного управління на отриманих шляхом проведених спостережень ризиках та ідентифікація країн, щодо яких необхідно застосувати заходи другого кроку – більш глибокий аналіз для того, щоб оцінити їхню вразливість і обґрунтувати дієві заходи подальшої економічної політики. Механізм попередження містить матрицю макроекономічних і макрофінансових індикаторів (Scoreboard) для ранньої ідентифікації та своєчасного моніторингу внутрішніх і зовнішніх дисбалансів. Матриця індикаторів включає порогові значення, котрі відображають рівень тривоги щодо стану того чи іншого індикатора. Порогові значення індикаторів встановлено, виходячи із середніх значень показників за досить тривалий період.

¹ Commission Disburses Further 2 Billion euro in exceptional macro-financial Assistance to Ukraine / European Commission. 2022. October 18. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_6237.

² Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.05.2023 / Міністерство фінансів України. 2023. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

Матриця індикаторів фінансово-економічної стійкості дає змогу здійснити поглиблений аналіз проблем, які існують у країнах ЄС, та генерують потенційні ризики. Європейська комісія постійно вдосконалює розрахунок та поновлює перелік таких індикаторів.

Пандемія COVID-19 та повномасштабна російська агресія проти України завдали таких ударів фінансовій системі, що забезпечення критичних потреб країни виявилось під загрозою. Необхідним стало внесення надзвичайних змін до обсягів та структури публічних видатків. Видаткову частину державного бюджету була переглянуто в напрямі збільшення пріоритетних витрат. Водночас показники покриття видатків доходами бюджету значно знизилися. За таких умов було збільшено бюджетний дефіцит за рамки, визначені фіскальними правилами, що були чинними до нападів пандемії та початку війни. З причини ускладнення доступу до міжнародного фінансового ринку ресурси з використанням іноземних джерел отримувалися в рамках допомоги від зарубіжних партнерів.

Монетарне фінансування дефіциту бюджету (яке мало місце на перших етапах війни) стало причиною різкого загострення макроекономічних ризиків, а участь приватного сектору та домогосподарств у придбанні державних боргових цінних паперів виявилася недостатньою. Розширювалося боргове фінансування з боку іноземних держав, а також МФО, що, як правило, надається за пільгових умов. Внесення змін до механізмів фінансового забезпечення публічних витрат у період війни дало в змогу достатньою мірою утримати їхній критичний рівень, а також не допустити різкого погіршення фінансової стабільності та боргової стійкості.

З метою зміцнення фінансової стабільності та боргової стійкості виникли потреби в розробленні та впровадженні програми відновлення фіскальної стабільності та недопущення погіршення боргової стійкості, розширенні розміщення державних запозичень на внутрішньому ринку за умов внесення змін до джерел фінансування в напрямі обмеження участі державних установ у фінансуванні бюджетного дефіциту, продовженні зусиль із мобілізації міжнародної фінансової допомоги Україні у формі грантів та пільгового кредитного фінансування.

Комплексна діагностика стану державних фінансів, оцінки боргової безпеки та фіскальних вразливостей України має включати порівняння фактичного рівня індикаторів боргового навантаження, структури боргу, рівня боргових виплат та індикаторів фіскальної вразливості з гранично допустимими. Проведення такого аналізу на даними 2020–2022 рр. дало змогу зробити висновки про критично високий рівень боргових і фіскальних ризиків в Україні.

На високу ймовірність порушення стану боргової безпеки та фіскальної стійкості в Україні сигналізують такі індикатори:

- коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП – 3,1 в. п. у 2022 р. при граничному значенні 2 в. п.;
- різниця номінальної ефективної ставки обслуговування державного боргу і темпів зростання номінального ВВП – 11,4 в. п. у 2022 р. при граничному значенні 1,1 в. п.;

- державний і гарантований державою борг – 78,5 % ВВП наприкінці 2022 р. при граничному значенні 70 % ВВП;
- державний і гарантований державою борг – 227,9 % доходів державного бюджету в 2022 р. при граничному значенні 200 % доходів;
- валовий зовнішній борг – 231,6 % експорту товарів і послуг наприкінці 2022 р. при граничному значенні 200 % експорту;
- короткостроковий зовнішній сукупний борг за залишковим терміном погашення – 156,2 % міжнародних резервів наприкінці 2021 р. і 137,1 % наприкінці 2022 р. при гранично допустимому рівні 100 %;
- короткостроковий зовнішній борг – 59,2 % експорту товарів і послуг у 2021 р. і 68,5 % у 2022 р. при гранично допустимому рівні 40 % експорту;
- валові потреби уряду в позиковому фінансуванні – 25,1 % ВВП у 2022 р. при граничному значенні 15 % ВВП;
- частка державного боргу, що рефінансується в наступному році, – 56 % ВВП у 2021 р. і 34,7 % ВВП у 2022 р. при гранично допустимому рівні в 15 %;
- частка боргових зобов'язань з фіксованою процентною ставкою в загальній сумі державного боргу – близько 68 % у 2021–2022 рр. при гранично допустимому рівні 80 %;
- спред дохідності облігацій зовнішньої державної позики України (EMBIG) – понад 1000 б. п. у 2021–2022 роках при гранично допустимому рівні 600 б. п.;
- частка зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу – 67,2 % у 2022 р. при гранично допустимому рівні 60 %;
- частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів – від 54 % до 65,5 % сумарного боргу у 2020–2022 роках при гранично допустимому рівні 45 %.

Зокрема, валові потреби у позиковому фінансуванні Уряду України у 2022 р. становили 25,1 % ВВП, що суттєво перевищує критичний рівень у 15 %. А частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, була менше 1/3 загальної суми боргу. Це сигналізує про можливість боргових ускладнень у випадку різкої девальвації гривні чи втрати доступу до зовнішніх джерел фінансування.

Таким чином, загрози для боргової та фіскальної безпеки України породжуються як високим рівнем державного і зовнішнього сукупного боргу, так і незбалансованою структурою державного боргу, а також несприятливими макрофінансовими чинниками, що впливають на стабільність державних фінансів. За окреслених зон вразливості до впливу кризових чинників, які породжуються борговими процесами, держава має створити ефективну систему моніторингу боргової та фіскальної безпеки, що створюватиме підґрунтя для прийняття виважених державних рішень. Дотримання умов і критеріїв боргової та фіскальної безпеки, а також зважене управління державними фінансами, грошово-кредитною системою і валютно-фінансовою сферою мають суттєве значення для відновлення економічної діяльності й забезпечення макрофінансової стабільності в країні у тривалій перспективі.

■ Розділ 13

ЗАХОДИ ЩОДО МІНІМІЗАЦІЇ МАКРОФІСКАЛЬНИХ РИЗИКІВ ТА ПІДТРИМКИ ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ УКРАЇНИ У ПЕРІОД ПАНДЕМІЇ І ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕЦЕСІЇ

13.1. Макроекономічні заходи для мінімізації макрофіскальних ризиків в Україні

Аналіз і управління макрофіскальними ризиками потребує системного підходу, де об'єкт дослідження (національна економіка) розглядається крізь призму її базових компонент: інституційних секторів і підсекторів економіки; видів економічної діяльності (продукти і послуги) і відповідних інструментів (таблиця “витрати-випуск” різного ступеня агрегування); поєднаних процесів відтворення та ін. Одним із таких прикладів є державний сектор і його компоненти, включаючи бюджетну систему – державний бюджет, місцеві бюджети, бюджети державних фондів, що представлені інституційним сектором сектору ЗДУ.

Макрофіскальні ризики, пов'язані із бюджетами, їх доходами і витратами, утворюваними дефіцитами (профіцитами), і мають суттєвий вплив на подальші процеси відтворення, на економічний цикл і його динаміку. Тому оцінку макрофіскальних ризиків необхідно проводити також на основі системи балансів та системи доходів, що їм притаманні. в'яз Національні рахунки й інші супутні аналітичні інструменти (таблиця “витрати-випуск”, платіжний баланс) утворюють основу для побудови моделей та різних аналітичних досліджень. Єдність фінансових і статистичних стандартів і класифікацій уможлиблює використання національних рахунків для порівняльних досліджень між країнами та особливостей їх економічного кругообороту. Така інформація може бути корисна для аналізу та обґрунтування заходів щодо мінімізації макрофіскальних ризиків в Україні. Мінімізація макрофіскальних ризиків пролягає через підвищення конкурентоспроможності національної економіки, її виробників, створюваних товарів і послуг, галузевої конкурентоспроможності, інших соціально-економічних характеристик, що цьому сприяють.

У 2021 р. Україна посіла 54-те місце у світовому рейтингу конкурентоспроможності¹.

Аналіз процесів розвитку національної економіки і різних її кластерів – інституційних, галузевих та регіональних складових – проводять на основі системи національних рахунків². Застосування інструментарію національних рахунків уможливає відстеження пропорцій відтворення економіки та упередження системних ризиків, пов'язаних з диспропорційністю розвитку, формуванням валових і чистих доходів в національній економіці.

Міністерство фінансів України готує і відстежує систему макрофіскальних ризиків та квазіфіскальних операцій, що можуть мати визначальний вплив на показники державного бюджету, виникнення і поширення можливих фінансових криз³. С. С. Гасановим досліджено фіскальні ризики та їх застосування в системі управління державними фінансами за умов інституціональної невизначеності; запропоновано фіскальне таргетування та управління фіскальними ризиками впровадити в систему управління державними фінансами України (Гасанов, 2017).

Аналіз макрофіскальних ризиків доцільно проводити із застосування систем балансів та відповідних динамічних рядів даних. У такий спосіб можна аналізувати волатильність системи міжгалузевих потоків і ризиків пов'язаних з ними (Ястремський, & Кулик, 2020а), волатильність системи фінансових потоків агрегованої матриці фінансових потоків і відповідних макроекономічних ризиків (Ястремський, & Кулик, 2020b), макрофіскальні ризики в рамках агрегованої 19-галузевої моделі “витрати випуск” економіки України 2000–2017 рр. (Ястремський, & Кулик, 2021). Інформаційною основою дослідження є національні рахунки України 2010–2021 рр. та національні рахунки Німеччини 2010–2021 рр., зокрема статистичні дані консолідованих національних рахунків⁴. Метою дослідження є визначення характерних рис формування системи доходів в національній економіці та ризиків, пов'язаних з ними, а також обґрунтування системи заходів для мінімізації макрофінансових ризиків в Україні.

Фіскальними ризиками є чинники, що призводять до зменшення надходжень бюджету та/або потребують додаткових витрат бюджету, що відповідно призводить збільшення дефіциту бюджету та державного (місцевого) боргу порівняно з плановими бюджетними показниками (ст. 2, п. 52 БКУ).

¹ Україна посіла 54 місце у Світовому рейтингу конкурентоспроможності. 2021. 3 серп. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3291328-ukraina-posila-54-misce-u-svitovomu-rejtingu-konkurentospromoznosti.html>.

² System of National Accounts 2008. United Nations. New York: UN, 2009, 722p.; Eurostat Manual of Supply, Use and Input-Output Tables / European Commission. Luxembourg : Office for Official Publications of the European Communities. 2008. 590 p.

³ Інформація про фіскальні ризики (включаючи умовні зобов'язання та квазіфіскальні операції) та їх вплив на показники державного бюджету у 2023 році / Міністерство фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/storage/files/Інформація_по_ФР_2023_10_09_.pdf.

⁴ Національні рахунки України за 2021 рік : стат. зб. / Державна служба статистики України. Київ, 2023; Sector Accounts - Annual results 1991 onwards - 1991 to 2022. URL: https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic Product/_node.html#_mkr1swlxj.

У 2023 р. основними фінансовими ризиками Міністерством фінансів визначені ризики, що пов'язані: 1) зі змінами у макроекономічному середовищі; 2) з функціонуванням фінансового сектору; 3) із управлінням державним боргом та гарантованими державним боргом; 4) із діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки, включаючи ризики діяльності провідних державних компаній; 5) із невиконанням плану надходжень від приватизації державного майна; 6) із реалізацією проектів державно-приватного партнерства; 7) із соціальною сферою; 8) із сферою сільського господарства та продовольчої безпеки держави; 9) із ліквідацією наслідків та надзвичайних ситуацій техногенного, природного та іншого характеру.

Підходи до оцінки макрофінансових ризиків. Очевидним є зв'язок між фінансовою кризою, викликаною пандемією COVID-19, та її негативним впливом на економіку, на економічне зростання. В умовах фінансових криз державне регулювання полягає у пом'якшенні впливу кризи на економіку та стимулюванні економіки, в т.ч. через зростання державних витрат, зростання дефіциту державного бюджету. Тому можна вважати, що процеси спаду ВВП, викликані кризовими явищами в суспільстві, та зростання дефіциту державного бюджету, як відповідь на це, тісно пов'язані між собою. Статистика державних фінансів та макроекономічна статистика підтверджують це.

Ще одним важливим наслідком фінансових криз, у т.ч. викликаної пандемією, є погіршення умов зовнішньої торгівлі, і відповідно зниженням обсягів зовнішньоекономічного торгового обороту. Це також підтверджує статистика зовнішньої торгівлі. Одним із факторів макрофінансових ризиків є саме порушення збалансованості зовнішніх рахунків. Проблему мінімізації макрофінансових ризиків можна розглядати і крізь призму внутрішньоекономічної збалансованості – узгодженості взаємодії між агентами економіки та підтримки їх стійкості, відстеження та підтримки фінансової безпечності їх функціонування, економічної ефективності.

Для оцінки макрофінансових ризиків пропонується проводити оцінку збалансованості національної економіки на основі *внутрішніх рахунків*. Під внутрішніми рахунками ми розуміємо систему рахунків, які можна протиставити зовнішнім рахункам (платіжний баланс). Наприклад, це консолідовані національні рахунки, які доповнюються рахунками іншого світу, та ідентифікують відтворювальний процес в національній економіці (за стадіями виробництва, утворення доходу, первинного розподілу доходу, вторинного розподілу доходу, утворення капіталу та ін.).

Система результатуючих сальдових показників цих внутрішніх рахунків (власне ВВП, валова додана вартість, валовий національний продукт, валовий наявний продукт, валові заощадження й ін.) ідентифікують особливості формування доходів на кожному з етапів, і характеризуються їх пропорційністю щодо ВВП. До оцінки також слід долучити деякі важливі показники-елементи ВВП (оплата праці, валові прибутки, кінцеві споживчі витрати, валове нагромадження основного капіталу, чистий експорт та ін.). Об'єктом дослідження в цьому разі є якість відтворення протягом досліджуваного періоду – пропорційність доходів та сталість пропорційності доходів.

Цей підхід може бути застосований для порівняння якості процесів відтворення для різних економік, ідентифікації їх сильних/слабких сторін, виявлення фундаментальних проблем, які впродовж тривалого часу притаманні економіці і є стримуючим фактором. Статистика національних рахунків (консолідованих рахунків) дає змогу оцінити особливості формування цих доходів у “допандемічний” і пандемічний періоди, виокремити проблеми відтворення (проблеми покриття витрат доходами), оцінити тренди, які складаються, та ін.

Оцінка ризиків становить інтерес крізь призму порівняння з більш стабільними і розвинутішими економічними системами (наприклад, економіка Німеччини). Досліджуючи економіку Німеччини і України, впадає у очі суттєва відмінність пропорційності валових заощаджень і валових інвестицій до ВВП. Будучи елементами рахунку капіталу, його ресурсною й витратною частинами, національні заощадження й інвестиції закладають основу економічної стабільності, могутності і зростання. Між ними існує тісний взаємозв'язок. Коефіцієнт кореляції валових заощаджень та валового нагромадження основного капіталу для економіки України в 2010–2021 рр. становить 93, для економіки Німеччини – 97,7. Це вказує на досить значну взаємозалежність і взаємодоповнюваність заощаджень та інвестицій.

Аналіз макроекономічних пропорцій. Для мінімізації макрофіскальних ризиків пропонується оцінювати наступні утворювані доходи в національній економіці щодо ВВП: валова додана вартість; оплата праці найманих працівників; податки на виробництво та імпорт; субсидії на виробництво та імпорт, валові прибутки /змішані доходи; валовий національний продукт; валовий наявний дохід; валові заощадження; чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-); чистий експорт й ін.

Макроекономічні пропорції приведених показників до ВВП України та Німеччини наведено відповідно в табл. 13.1 та 13.2. Кольором виділено доходи, які є елементами ВВП, і становлять особливий інтерес для дослідження.

Статистичний аналіз якості відтворення дає змогу оцінити волатильність формування макроекономічних пропорцій, тенденції, що складаються в національній економіці та інше. Для цього використовуємо показники: варіації; відносної варіації; середнього; коефіцієнтів стандартного відхилення; куту нахилу тренду; прогнозні показники на наступний період. Статистичний аналіз якості відтворення для економіки України та Німеччини приведені відповідно в табл. 13.3 і 13.4. Помічаємо, що макроекономічні пропорції економіки Німеччини характеризуються меншою волатильністю порівняно з Україною). На це вказують показники стандартного відхилення, коефіцієнти варіації, кути нахилу тренду й ін.

Необхідно відзначити, що агресія Росії проти України в 2022р. є зовнішньо спричиненим ризиком, який кардинально впливає на формування доходів і витрат в економіці, в державному секторі економіки зокрема. Отже, він є і найбільшим чинником макрофіскального ризику. В цих умовах його покриття здійснюється за рахунок фінансової підтримки країн-донорів.

Сталість макроекономічних пропорцій Німеччини у 2010–2019 рр. уможливорює виокремити зміни, викликані поширенням пандемії COVID-19 у 2020–2021 рр.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 13.1

Макроекономічні пропорції України у 2010–2021 рр. (ВВП = 100 %)

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Валова додана вартість	88,1	86,0	86,5	87,8	87,1	85,0	84,8	84,4	84,8	86,0	85,9	85,9
Оплата праці найманих працівників	49,9	48,9	50,5	50,1	46,3	39,1	36,6	39,2	41,4	43,6	43,7	40,9
Податки на виробництво та імпорт	13,8	15,7	15,5	14,2	14,7	16,8	16,2	16,6	16,2	15,0	15,1	15,0
Субсидії на виробництво та імпорт	-1,7	-1,3	-2,8	-1,7	-1,8	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-1,4
Валовий прибуток, змішаний дохід	37,9	36,8	36,8	37,4	40,8	45,0	47,9	45,1	43,3	42,3	42,3	45,4
Валовий національний дохід	99,7	98,5	98,9	98,5	98,9	98,8	99,0	102,3	102,6	103,0	102,2	97,1
Валовий наявний дохід	102,7	101,5	101,9	101,8	101,7	102,8	103,3	105,5	105,4	107,1	104,8	99,4
Валове заощадження	18,3	16,0	13,6	10,0	11,6	16,8	19,2	17,8	15,2	14,0	12,2	12,6
Чисте кредитування(+) / чисте запозичення (-)	-0,1	-4,7	-6,0	-6,4	-1,5	1,4	-2,4	-2,2	-3,3	-0,9	3,3	-1,9
Кінцеве споживання індивідуальне	77,4	79,2	81,9	85,6	83,0	78,1	76,1	79,1	81,0	84,4	83,4	79,0
Кінцеве споживання колективне	7,0	6,3	6,4	6,1	7,1	7,8	8,1	8,7	9,1	8,7	9,2	7,9
Валове нагромадження основного капіталу	18,5	20,7	19,6	16,4	13,4	15,9	21,7	19,9	18,6	14,9	8,9	14,5
Чистий експорт	-2,9	-6,2	-7,9	-8,2	-3,5	-1,9	-5,9	-7,7	-8,7	-8,0	-1,5	-1,3
Експорт	50,7	54,4	47,4	42,9	48,6	52,6	49,3	48,0	45,2	41,2	38,8	40,7
Імпорт	-53,7	-60,6	-55,2	-51,1	-52,1	-54,5	-55,2	-55,7	-53,9	-49,2	-40,3	-42,0

Складено на основі Національних рахунків України (2010–2021 рр.).

Таблиця 13.2

Макроекономічні пропорції Німеччини у 2010–2021 рр. (ВВП = 100 %)

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Валова додана вартість	89,9	89,8	89,8	89,9	90,0	89,9	90,0	90,1	90,1	90,1	90,7	90,5
Оплата праці найманих працівників	50,5	50,2	51,2	51,5	51,4	51,7	51,8	51,9	52,7	53,4	54,4	53,3
Податки на виробництво та імпорт	10,9	11,0	11,0	10,9	10,7	10,8	10,7	10,6	10,6	10,6	10,2	10,9
Субсидії на виробництво та імпорт	-1,3	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-2,2	-3,1
Валовий прибуток, змішаний дохід	39,9	40,0	38,9	38,7	38,9	38,4	38,4	38,4	37,5	36,8	37,7	39,0
Валовий національний дохід	102,0	102,6	102,4	102,3	102,0	102,3	102,5	102,4	103,4	103,4	102,9	103,5
Валовий наявний дохід	100,6	101,3	101,1	100,8	100,8	101,1	101,3	101,0	102,0	102,1	101,5	102,1
Валове заощадження	25,9	27,9	26,9	26,6	27,8	28,4	28,6	29,0	30,0	29,8	29,2	30,7
Чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-)	23,9	23,8	25,1	24,6	25,3	26,5	26,4	25,6	26,1	26,0	26,2	26,8
Кінцеве споживання індивідуальне	67,5	66,5	67,0	67,0	65,9	65,6	65,7	64,9	64,9	65,0	64,2	63,4
Кінцеве споживання колективне	7,2	7,0	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	7,0	7,1	7,3	8,1	8,0
Валове нагромадження основного капіталу	20,1	21,6	19,7	20,1	20,4	19,7	20,0	21,0	21,9	22,1	22,1	23,3
Чистий експорт	5,3	4,9	6,1	5,8	6,6	7,6	7,4	7,1	6,1	5,7	5,6	5,3
Експорт	42,6	45,1	46,3	45,4	45,6	46,9	46,1	47,2	47,3	46,7	43,0	47,0
Імпорт	-37,3	-40,1	-40,2	-39,7	-39,0	-39,3	-38,7	-40,1	-41,2	-41,0	-37,4	-41,7

Складено за: Sector Accounts - Annual results 1991 onwards - 1991 to 2022. URL: https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic-Product/_node.html#_mkr1swlxj.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 13.3

Статистичні оцінки макроекономічних пропорцій України у 2010–2021 рр.

Показники	max за період	min за період	max-min	A	s	s/a, %	(max- min)/a, %	R ²	Нахил тренду	Прогноз на 2022 р.
Валова додана вартість	88,1	84,4	3,7	86,0	1,2	1,4	4,3	0,30	-0,18	84,9
Оплата праці найманих працівників	50,5	36,6	13,8	44,2	4,9	11,0	31,3	0,46	-0,92	38,2
Податки на виробництво та імпорт	16,8	13,8	3,0	15,4	0,9	6,1	19,3	0,07	0,07	15,8
Субсидії на виробництво та імпорт	-0,7	-2,8	2,1	-1,3	0,6	-45,1	-155,1	0,33	0,10	-0,7
Валовий прибуток, змішаний дохід	47,9	36,8	11,1	41,7	3,8	9,1	26,6	0,51	0,75	46,7
Валовий національний дохід	103,0	97,1	5,9	100,0	2,0	2,0	5,9	0,17	0,22	101,4
Валовий наявний дохід	107,1	99,4	7,7	103,2	2,2	2,1	7,5	0,12	0,21	104,5
Валове заощадження	19,2	10,0	9,2	14,8	2,9	19,7	62,0	0,04	-0,17	13,7
Чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-)	3,3	-6,4	9,7	-2,1	2,9	-138,2	-471,6	0,18	0,34	0,1
Кінцеве споживання індивідуальне	85,6	76,1	9,5	80,7	3,0	3,7	11,8	0,02	0,13	81,5
Кінцеве споживання колективне	9,2	6,1	3,1	7,7	1,1	14,3	39,7	0,67	0,25	9,3
Валове нагромадження основного капіталу	21,7	8,9	12,8	16,9	3,7	21,6	75,6	0,26	-0,51	13,6
Чистий експорт	-1,3	-8,7	7,4	-5,3	2,9	-54,4	-139,4	0,03	0,14	-4,4
Експорт	54,4	38,8	15,5	46,7	4,9	10,6	33,3	0,54	-1,00	40,1
Імпорт	-40,3	-60,6	20,3	-52,0	5,8	-11,1	-39,0	0,51	1,14	-44,5
max	107,1	99,4	20,3	103,2	5,8	21,6	75,6	0,67	1,14	104,5
min	-40,3	-60,6	2,1	-52,0	0,6	-138,2	-471,6	0,02	-1,00	-44,5

Складено автором.

Таблиця 13.4

Статистичні оцінки макроекономічних пропорцій Німеччини у 2010–2021 рр.

Показники	max за період	min за період	max-min	A	s	s/a, %	(max- min)/a, %	R ²	Нахил тренду	Прогноз на 2022 р.
Валова додана вартість	90,7	89,8	0,9	90,1	0,3	0,3%	1,0	0,73	0,06	90,5
Оплата праці найманих працівників	54,4	50,2	4,2	52,0	1,2	2,4	8,2	0,87	0,32	54,1
Податки на виробництво та імпорт	11,0	10,2	0,8	10,7	0,2	2,1	7,7	0,38	-0,04	10,5
Субсидії на виробництво та імпорт	-0,8	-3,1	2,3	-1,3	0,7	-55,5	-182,0	0,24	-0,10	-1,9
Валовий прибуток, змішаний дохід	40,0	36,8	3,2	38,5	0,9	2,4	8,3	0,53	-0,19	37,3
Валовий національний дохід	103,5	102,0	1,5	102,6	0,5	0,5	1,5	0,63	0,12	103,4
Валовий наявний дохід	102,1	100,6	1,5	101,3	0,5	0,5	1,5	0,56	0,11	102,0
Валове заощадження	30,7	25,9	4,8	28,4	1,4	5,1	16,7	0,84	0,37	30,8
Чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-)	26,8	23,8	3,0	25,5	1,0	3,9	11,9	0,72	0,24	27,1
Кінцеве споживання індивідуальне	67,5	63,4	4,1	65,6	1,2	1,9	6,2	0,92	-0,32	63,5
Кінцеве споживання колективне	8,1	7,0	1,1	7,3	0,4	5,2	15,4	0,37	0,06	7,7
Валове нагромадження основного капіталу	23,3	19,7	3,6	21,0	1,2	5,6	17,0	0,52	0,24	22,5
Чистий експорт	7,6	4,9	2,7	6,1	0,9	14,3	43,9	0,01	0,02	6,3
Експорт	47,3	42,6	4,7	45,8	1,6	3,4	10,4	0,14	0,16	46,8
Імпорт	-37,3	-41,7	4,4	-39,6	1,4	-3,5	-11,1	0,13	-0,14	-40,5
max	103,5	102,0	4,8	102,6	1,6	14,3	43,9	0,92	0,37	103,4
min	-37,3	-41,7	0,8	-39,6	0,2	-55,5	-182,0	0,01	-0,32	-40,5

Складено автором.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Пандемія вплинула на зміну пріоритетів і фінансування економіки Німеччини – в 2020–2021 рр. порівняно з “допандемічним” періодом зростають колективні кінцеві споживчі витрати, валові прибутки / змішані доходи, субсидії на виробництво та імпорт; зменшуються індивідуальні кінцеві споживчі витрати, чистий експорт та ін. (див. табл. 13.2). Така зміна макропропорцій має антикризовий характер на результати економічного спаду в 2020р. та в подальшому стимулює економічне зростання (табл. 13.5).

Таблиця 13.5

Динаміка показників приросту ВВП Німеччини

Показники	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Зростання ВВП, %	2.23	2.68	0.98	1.06	-3.70	2.63
Середньо річні зміни, %	0.74	0.45	-1.70	0.08	-4.75	6.32

Складено за: Germany GDP Growth Rate 1971-2023. URL: <https://www.macrotrends.net/countries/DEU/germany/gdp-growth-rate>.

Протидія поширенню і боротьба з наслідками пандемії COVID-19 супроводжувалася антикризовими заходами, спрямованими на зменшення макрофіскальних ризиків. У Німеччині в рамках розглядуваної моделі економічного кругообігу це позначилося на зростанні колективних кінцевих споживчих витрат в 2020 р. на 0,8–1,0 в. п. від ВВП, оплати праці найманих працівників на 0,9–1,0 в. п., зростанні субсидій на виробництво та імпорт, зменшенні частки експорту й імпорту в ВВП, частковому зростанні прибутковості виробництва.

В Україні у 2020 р. суттєво зменшується експорт й імпорт, істотно стає меншим від’ємне сальдо зовнішньої торгівлі, стрімко скорочуються валові заощадження та інвестиції, частково зростають колективні споживчі витрати. У Німеччині антикризові заходи протидії пандемії COVID-19 мали більш виразний (порівняно з Україною) характер і краще позначилися на зменшенні макрофіскальних ризиків. Це було досягнуто завдяки цілеспрямованій політці підтримки макроекономічних пропорцій та стимулюванні процесів “постпандемічного” відновлення.

Сильними сторонами економіки Німеччини є: додатне сальдо зовнішньої торгівлі; порівняно високий рівень ефективності процесів виробництва (Кулик, 2021); високий рівень національних заощаджень достатній для покриття внутрішніх інвестиційних потреб; інституційний сектор (національна економіка) є чистим кредитором; висока частка оплати праці найманих працівників в структурі ВВП; довгострокова політика підтримки пропорційності розвитку економіки; порівняно значно менша волатильність досліджуваних доходів, а отже, і краща їх прогнозованість, менші макро фіскальні ризики та ін. За приведеними параметрами Україна характеризується значно слабшою позицією.

Наведений підхід щодо аналізу і мінімізації макрофіскальних ризиків може бути розвинутий у напрямі:

- аналізу ризиків формування доходів інституційних секторів (підсекторів) та їх мінімізації;
- аналізу ризиків ефективності процесів виробництва в розрізі секторів (підсекторів), галузевих виробництв і їх мінімізації;
- підготовка деталізованих матриць фінансових потоків і статистичних оцінок в рамках досліджуваного періоду та системи показників МФП;
- розроблення інтегральних показників ризику для інституційних секторів;
- дослідження сталості функціонування складних економічних систем із застосуванням системи балансів та статистичного оцінювання ризиків;
- порівняльних досліджень між країнами з використанням інструментарію та класифікацій національного рахівництва тощо.

13.2. Заходи щодо залучення зовнішньої фінансової допомоги і зниження боргового навантаження України в період воєнного стану та у перші роки післявоєнного відновлення для забезпечення боргової стійкості й довгострокової макрофінансової стабільності

У середньостроковій перспективі для покриття фінансових потреб Уряду необхідним є залучення планових обсягів зовнішнього фінансування, збільшення державних запозичень на внутрішньому ринку, підвищення рівня податкових надходжень до бюджетів і раціоналізація неперіоритетних видатків держави. Згідно з оцінками фахівців МВФ, розрив зовнішнього фінансування України на період до 2028 р. становитиме 114 млрд дол. США, який має покриватися офіційними позиками, грантами і надходженням кредитів МВФ¹. Додатковим ресурсом у розпорядженні Уряду стане економія коштів на погашення і обслуговування зовнішнього боргу (за оцінками МВФ орієнтовно 15,3 млрд дол. США), яка з високою ймовірністю утвориться в результаті реструктуризації боргу.

У середньостроковій перспективі для підтримки процесів післявоєнного відновлення і покриття потреб у видатках соціально-економічного спрямування, зусилля в царині фіскальної політики будуть зосереджуватися на мобілізації **доходів бюджету** та формуванні сучасних інститутів управління державними фінансами, покликаних забезпечити досягнення високої **результативності державних видатків** (середньострокового бюджетного планування, програмно-цільового бюджетування, управління державними інвестиціями, посилення фіскальної транспарентності та диджиталізації).

Реструктуризація зовнішнього державного боргу. Реструктуризація зовнішнього державного боргу України має стати важливим засобом забезпечення макроекономічної стабільності, переходу до сталого зростання економіки Украї-

¹ Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Review-of-531687>.

ни та уникнення боргових ускладнень. Експерти МВФ загострюють увагу на тому, що реструктуризація боргу зазвичай використовується як останній із можливих засобів, коли інші спроби скоротити борг виявилися невдалими. Водночас у країнах з ринками, що формуються, і в країнах з низьким рівнем доходів реструктуризація може значно зменшити тягар заборгованості. За даними МВФ, у період 1950–2021 р. у світі було зафіксовано 709 випадків реструктуризації у 115 країнах. Середній відсоток зниження боргового коефіцієнта після реструктуризації сягав 15 % ВВП у країнах з ринками, що формуються, і 18 % ВВП у країнах з низькими доходами¹. Історичний досвід реструктуризації боргів вказує також на те, що досягнення значного і тривалого зниження боргового навантаження вимагає так званої глибокої реструктуризації та її поєднання із заходами бюджетної консолідації й структурних реформ, які активізують економічну діяльність.

Меморандум з МВФ у березні 2023 р. передбачав такі умови в частині врегулювання зовнішнього боргу: 1) обговорення на початку 2024 р. з власниками іноземних облігацій України планованої реструктуризації, що повинна бути завершена щонайпізніше в середині 2024 р. та узгоджуватися з макроекономічними рамками програми МВФ; 2) зустрічні кроки від Паризького клубу кредиторів щодо остаточного врегулювання проблемного боргу в 2026 році, які мають бути достатніми для відновлення боргової стійкості у 2026–2027 рр.²

На нашу думку, в процесі реструктуризації облігаційного боргу в 2024 р. уряду варто орієнтуватися на обґрунтовані розміри знижок до номіналу (які приблизно відповідають котируванням вторинного ринку) та уникати випуску сурогатних цінних паперів з потенційно високими втратами для бюджету. Зокрема, слід враховувати, що розміри дисконтів українських єврооблігацій під час війни досягали 80 %.

Плануючи реструктуризацію боргу за єврооблігаційними позиками, Уряду України слід зважати на те, що навіть 50 % дисконт до номіналу облігацій не є рідкістю в міжнародній практиці. Так, в останні два десятиріччя розмір дисконту під час реструктуризації боргів сягав 50% на Сейшельських Островах, 56,3 % в Молдові, 59,3 % у Сербії і Чорногорії, 68,6 % в Еквадорі та 81,5 % в Іраку. Найбільші знижки в термінах поточної дисконтованої вартості боргових платежів було апробовано в Кот-д'Івуар – 55,2 %; Сейшельських Островах – 56,2; Молдові – 56,3; Еквадорі – 67,7; Сербії та Чорногорії – 70,9; Аргентині – 76,8; Іраку – 89,4 %³. Крім того, досвід країн, які пережили збройні конфлікти наприкінці ХХ – на початку ХХІ ст., демонструє, що реструктуризація боргів на умовах часткового списання зазвичай активно підтримується світовим співтовариством і є вагомим компонентом програм післявоєнної реконструкції економіки.

¹ World Economic Outlook : A Rocky Recovery / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>.

² Меморандум про економічну та фінансову політику, 24 березня 2023 року / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/memorandum_of_economic_financial_policies-677.

³ Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts / International Monetary Fund. 2012. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.

Розроблення програми реструктуризації зовнішнього боргу України мала б спиратися й на застосування сучасних модельно-аналітичних інструментів, які дають змогу визначити бажані параметри реструктуризації боргу. Одним із таких інструментів є аналіз боргової стійкості (debt sustainability analysis, DSA), що застосовується у практиці діяльності міжнародних фінансових організацій. DSA генерує прогностичні значення показників державного боргу і потреб Уряду в позиковому фінансуванні в рамках середньострокового прогнозування макроекономічних і фінансових показників. DSA дає змогу виявити ключові ризики та оцінити масштаби коригувань політики для уникнення боргових криз.

Розроблена автором імітаційно-балансова модель дала змогу отримати майбутні значення показників державного боргу та потреб уряду в позиковому фінансуванні упродовж 2023–2026 рр. за 3 прогностичними сценаріями (Bogdan, & Jovanovic, 2023).

У рамках базового сценарію DSA отримано значення ендегенних змінних моделі засвідчили високу ймовірність настання дефолту держави. Встановлено, що упродовж усього періоду прогнозування обсяг державного боргу перевищуватиме критичне значення – 70 % ВВП. А величина такого перевищення у 2024 р. сягатиме 26,6 % ВВП. Валові потреби в позиковому фінансуванні також матимуть суттєві відхилення від критичного значення (15 % ВВП). Розроблений нами базовий сценарій DSA вказує на високу ймовірність стрімкого зростання державного боргу. Якщо на кінець 2021 р. розмір боргу становив 50,5 % ВВП, то через рік він наблизився вже до 80% ВВП, а станом на кінець 2024 р. має сягнути пікового значення – 96,6 % ВВП. Траєкторія валових потреб у позиковому фінансуванні (як суми первинного дефіциту, процентних виплат і погашення боргу) в рамках базового сценарію DSA також є доволі песимістичною: величина цих потреб зростає з 11,6 % ВВП у 2021 р. до 27,3 % у 2024 р. зі зменшенням до 14,3–17,8 % ВВП у поствоєнний період.

За стандартною процедурою DSA II сценарій розроблявся на основі допущень негативного перебігу подій. Допускалося продовження війни до 2025 р., що спричинить глибше падіння ВВП, вищу інфляцію та більший дефіцит бюджету. У такому разі державний борг матиме вибухонебезпечну динаміку і досягне пікового рівня 127,5% ВВП у 2026 р. Цей пік перевищуватиме максимальне значення за базовим сценарієм на 30,9 % ВВП.

Базовий і негативний сценарій DSA будувалися на основі рівняння боргової динаміки без включення ймовірних параметрів реструктуризації боргу. Для того щоб оцінити, як зниження номіналу боргу впливатиме на боргову спроможність держави, було розроблено третій прогностичний сценарій. Його названо сценарієм позитивних шоків, а шоками вважалися збільшення частки грантів у структурі зовнішнього офіційного фінансування та часткове списання зовнішнього боргу.

III сценарій позитивних шоків передбачає введення до моделі екзогенних шоків двох видів (збільшення частки грантів до 50 % у 2025–2026 рр. і засто-

сування 60 % знижки до номіналу двох типів боргу). Оцінено також наслідки проведення двоетапної реструктуризації зовнішнього боргу, як передбачено програмою EFF.

Тестуючи різні варіанти реструктуризації боргу в рамках розробленої імітаційно-балансової моделі за III сценарієм, було обрано варіант 60 % зниження номінальної суми боргу як такий, що задовольняє мінімальні вимоги кредиторів і забезпечує скорочення боргового навантаження до прийнятного рівня. Згідно з нашими розрахунками, застосування 60 % дисконту до номіналу єврооблігацій дасть змогу одноразово зменшити рівень державного боргу на 8,9 % ВВП у 2024 р. Надалі кредитори Паризького клубу мають зробити свій внесок у врегулювання боргової проблеми України, погоджуючись на списання значної частини українського боргу. Принцип рівного ставлення до різних кредиторів вимагає, щоб відсоток списання номіналу боргу був однаковим для всіх кредиторів, залучених до програми реструктуризації.

Модельно-прогнознi розрахунки за останнім сценарієм дали такі результати: розмір державного боргу України зменшиться з 84,9 % ВВП у 2023 р. та 81,3 % у 2024 р. до 72,6 % ВВП наприкінці 2026 р. Оптимістичну траєкторію матиме й індикатор потреб у позиковому фінансуванні Уряду – з 25,1 % ВВП у 2022 р. він упаде до 14,1 % ВВП у 2026 р.

Тож загальна оцінка ризиків на основі трьох прогнозних сценаріїв дає таку картину: реалізація допущень базового сценарію і негативного сценарію підводитиме країну до боргової кризи. Лише застосування коригувальних заходів політики у вигляді позитивних шоків з високою ймовірністю забезпечуватиме платоспроможність держави й утримання макрофінансової стабільності в країні. В цілому досягнення стабільної боргової ситуації в середньостроковому періоді вимагає, по-перше, реструктуризації зовнішнього державного боргу комерційним та офіційним двостороннім кредиторам із застосуванням щонайменше 60% дисконту до номіналу боргових зобов'язань. По-друге, необхідно домагатися залучення адекватних обсягів зовнішнього офіційного фінансування Урядом та зміни його структури із доведенням частки грантів до 40–50 %.

Залучення зовнішньої фінансової допомоги. Зовнішня фінансова допомога від початку збройної агресії росії відіграє критично важливу роль у справі утримання зовнішньої стійкості національної економіки, гальмування інфляційних процесів і надання державних соціальних послуг в Україні.

У 2022 р. витрати держави на ведення воєнних дій і функціонування соціально-гуманітарної сфери майже порівну розділили між собою українські платники податків і зовнішні кредитори/ донори. Свій внесок зробив також НБУ, покривши частину дефіциту емісійним способом. Структура джерел фінансування державних витрат України у 2022 р. має такий вигляд: 41 % витрат було профінансовано податковими і неподатковими доходами, 35 % – зовнішніми позиками і грантами, 13 % – монетарним фінансуванням і 9 % – залученням позик на внутрішньому ринку (рис. 13.1).

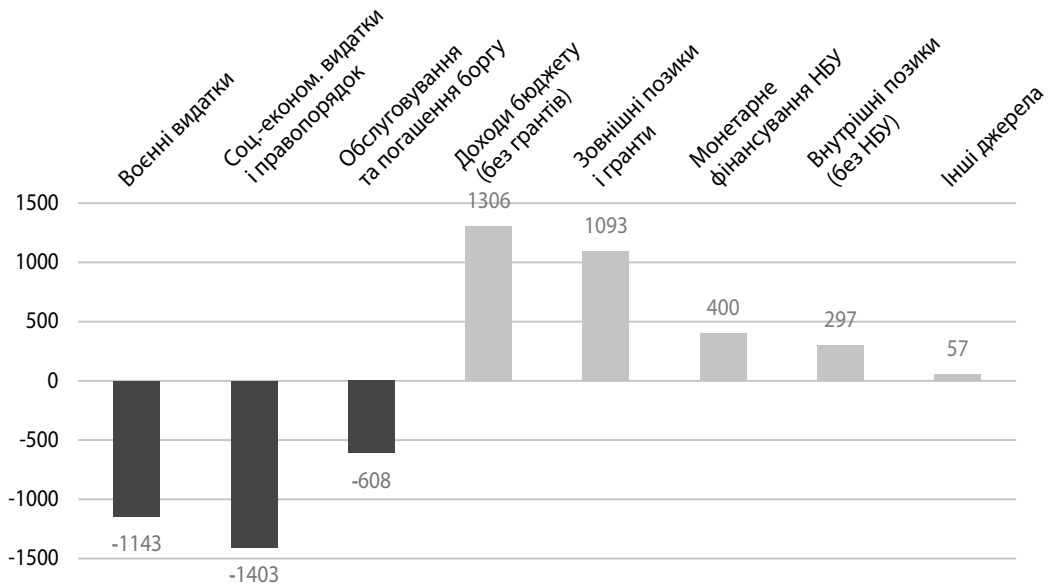


Рис. 13.1. Видатки зведеного бюджету України й джерела їх фінансування в 2022 р., млрд грн

Побудовано за: Державний веб-портал бюджету для громадян. URL: <https://openbudget.gov.ua/national-budget/expenses?class=functional&view=table>.

Надходження офіційного фінансування від іноземних донорів обсягом 32 млрд дол. США у 2022 р. забезпечило фінансування розривів бюджету і платіжного балансу України та дало змогу зберегти макрофінансову стабільність у надзвичайно важких умовах. У 2023 р. очікується надходження зовнішнього офіційного фінансування у сумі понад 40 млрд дол. США (табл. 13.6).

У цілому за 2023–2027 рр., згідно з прогнозом МВФ, до України має надійти близько 128 млрд дол. США зовнішнього офіційного фінансування. Такі надходження матимуть спадну динаміку: із 40,9 млрд дол. у 2023 р. до 13,6 млрд дол. США у 2027 р. МВФ передбачає, що частка грантів у структурі таких залучень становитиме в середньому 20 %¹.

На найближчі роки і середньострокову перспективу перед Україною стоїть завдання суттєвого посилення **грантового компонента** фінансової підтримки від наших партнерів. Це є необхідним для відвернення боргової кризи в Україні після скорочення офіційного фінансування від партнерів. Грантовий характер фінансування, на відміну від кредитного, дасть змогу Україні стабілізувати боргову позицію та розпочати повноцінний процес відбудови економіки. Слід вказати, що

¹ Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Review-of-531687>.

Таблиця 13.6

**Прогноз МВФ щодо надходження зовнішнього фінансування
до України в 2023–2027 рр., млрд дол. США**

Показники	2023	2024	2025	2026	2027	Всього 2023–2027
Зовнішнє офіційне фінансування разом	40.9	34.7	22.8	15.7	13.6	127.7
Офіційні кредити (без МВФ)	27.4	26	19.5	12.7	11.4	97
Офіційні гранти	11.6	5.7	3.8	2.3	2.2	25.6
МВФ – чисте фінансування	1.9	3	-0.6	0.6	0.1	5
МВФ – валове фінансування	4.5	5.4	1.8	2.6	1.3	15.6

Складено за: Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Review-of-531687>.

за планом Маршалла в 1948–1953 рр. 91 % допомоги США надавалося країнам Західної Європи у формі грантів¹. План постконфліктної реконструкції для Боснії і Герцеговини на 1996–2004 рр. передбачав надходження 82 % міжнародної допомоги через грантове фінансування. В Україні ж, як ми показали вище, кредитний компонент зовнішнього фінансування переважає грантовий.

Як показали наші розрахунки, для відновлення боргової стійкості України і наближення розміру державного боргу України до цільового рівня 60–70 % ВВП необхідним є підвищення частки грантів щонайменше до 40 % у 2024 р. і до 50 % у 2025–2026 рр. Внески для фінансової підтримки України у формі грантів можуть надавати уряди країн-союзниць на двосторонній основі безпосередньо до бюджету України або через трастовий фонд Світового банку. На багатосторонній основі гранти можуть надходити від ЄС через фонди солідарності та цільовий фонд “Rebuild Ukraine”, сформовані з бюджету ЄС.

Присвоєння Україні статусу країни – кандидата на вступ до ЄС у червні 2022 р. надає унікальну можливість скористатися фінансовою допомогою ЄС і допомогою на розвиток інститутів, яка виділяється країнам-кандидатам. На шляху до членства Україна зможе впроваджувати численні програми передвступної підготовки, підкріплені фінансуванням від ЄС, які створюватимуть умови для досягнення прогресу при реалізації необхідних реформ.

Офіційно Європейська комісія вже виклала загальне бачення плану “Rebuild Ukraine”, що передбачає створення спеціального фонду як доповнення до бюджету ЄС. У цьому процесі важливо забезпечити максимізацію грантової частини фонду. Одним із варіантів розв’язання цього завдання може бути підключення України до

¹ European Recovery and American Aid : A Report by the President’s Committee on Foreign Aid. 1947. URL: https://www.marshallfoundation.org/wp-content/uploads/2014/04/European_Recovery_and_American_Aid_13_01_1947.pdf.

Фонду солідарності ЄС (EU Cohesion Fund). Серед джерел формування цього фонду найбільш помітну роль мали б відігравати прямі внески країн – членів ЄС. Щодо історичних прецедентів, то в 2020 р. для реагування на виклики пандемії країнам-членам ЄС вдалося створити Фонд ЄС “Recovery and Resilience Facility” (RRF) із загальним бюджетом 724 млрд євро. Частина ресурсів цього фонду була мобілізована через спільні позики ЄС – механізм, що вперше було застосовано на рівні ЄС після активних дебатів. Близько половини фонду RRF сформовано за рахунок внесків країн ЄС з перерозподілом коштів у формі грантів.

Для України бажаним є варіант поетапної інтеграції, що реалізуватиметься через допуск України до різних структурних програм і програм солідарності, фінансованих з бюджету ЄС. У концепції поетапної інтеграції від М. Емерсона та ін. передбачено 4 основні етапи наближення до членства в ЄС, кожен з яких пов’язаний з певними контрольними показниками – це “початковий”, “проміжний” етап, “нова держава-член” і “конвенційне членство”. Концепція пропонує належну структуру стимулів для кандидатів на всьому шляху до членства, від ранніх до завершальних етапів (Emerson et al., 2021).

Кожен етап матиме свої винагороди за досягнення заздалегідь визначених цілей, включаючи доступ до фондів ЄС. Зокрема, III етап передбачає доступ до 100 % фінансування ЄС на одну особу, до якого мають доступ нинішні країни-члени, при цьому зберігатимуться деякі обмеження щодо участі держави-кандидата в прийнятті рішень на рівні ЄС. Нарешті, IV етап інтеграції відповідатиме повному членству в ЄС з належними юридичними та фінансовими правами

Впровадження поступової бюджетної консолідації після війни. Коли країна стикається з проблемою надмірного боргового навантаження, то комплексний підхід, що поєднує глибоку реструктуризацію боргу, бюджетну консолідацію та політику стимулювання економічного зростання, дає змогу отримати тривалі ефекти у площині зниження відношення державного боргу до ВВП. Фахівці МВФ вказували на те, що країни, які прагнуть до поступового скорочення частки державного боргу, повинні реалізовувати добре продуману бюджетну консолідацію, що є особливо доречним за умов динамічного економічного зростання¹.

Важливим аспектом є й те, що прийняття середньострокових планів бюджетної консолідації, які заслуговують на довіру, могло б допомогти утримувати рівень процентних ставок за новими позиками і пом’якшити побоювання з приводу стійкості державного боргу.

Нині на міжнародному рівні багато експертів говорять про те, що більш жорстка фіскальна політика з наданням цільової підтримки найуразливішим верствам населення, має доповнювати зусилля монетарної влади з повернення інфляції до цільового рівня; у багатьох країнах фіскальну політику слід зробити більш жорсткою, щоб допомогти зменшити інфляційний тиск². Однак фіскальні обмеження

¹ World Economic Outlook : A Rocky Recovery / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>.

² Fiscal Monitor: A Fair Shot / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021#Full%20Report>.

не повинні стосуватися пріоритетних сфер і зрослих потреб у соціальному захисті певних категорій населення, що актуалізувався при виникненні кризи вартості життя (*cost-of-living crisis*).

У період війни та післявоєнної відбудови основними напрямками діяльності держави, що потребуватимуть значних сум **бюджетних видатків**, є: відбудова та модернізація фізичної інфраструктури, зокрема транспортної та енергетичної; соціальна реабілітація постраждалих від війни і відновлення соціальних закладів; ремонт і реконструкція житлового фонду; відбудова мережі закладів освіти та охорони здоров'я, оптимізованих для нових потреб, продовження реформ у цих сферах; відновлення та модернізація промислових потужностей, створення робочих місць, підтримка малих та середніх підприємств; відбудова пошкоджених аграрних об'єктів, розмінування та рекультивація земель; розширення виробничих потужностей і державних замовлень для військово-промислового комплексу.

У 2023 р. й надалі існуватимуть масштабні потреби у фінансуванні відбудови повністю зруйнованих житлових об'єктів, у ремонті частково пошкоджених об'єктів і в наданні тимчасового житла для ВПО та людей, які втратили домівки. З огляду на обмеженість державних коштів і значні потреби у відновленні житла, варто було б визначити набір критеріїв пріоритетності для державних інвестицій та субсидій постраждалим домогосподарствам. При плануванні державних видатків на ремонт/ відбудову житла і надання тимчасових помешкань слід враховувати і те, що іноземні донори візьмуть на себе певну частину зобов'язань щодо реконструкції зруйнованих житлових об'єктів і ремонту частково пошкоджених об'єктів.

У частині видатків на **освіту та охорону здоров'я** та їх суттєвого компонента – інвестицій у нові заклади та ремонт пошкоджених споруд і обладнання, слід враховувати довгострокові тенденції руху населення, спричинені війною й пристосувати державні інвестиції в ці заклади до нових потреб споживачів послуг (їх територіального розміщення). Пов'язані з цим виклики полягають в адаптації кількості вчителів, вихователів, викладачів і медичного персоналу до нового розподілу учнів/ студентів і пацієнтів. Тобто державні ресурси повинні спрямовуватися на покриття поточних чи майбутніх потреб споживачів послуг у конкретних місцях локалізації.

Правильно спланована за часом (під час економічного зростання) і належним чином структурована (з включенням як податкових, так і видаткових інструментів) бюджетна консолідація може стати досить дієвим засобом для досягнення тривалого зниження рівня державного боргу. Бюджетна консолідація має також незаперечне значення і для відновлення довіри ринків й утримання макроекономічної стабільності в тривалій перспективі. Інші завдання, що вирішуватиме бюджетна консолідація – це зменшення вразливостей, пов'язаних із значним обсягом державного боргу та відновлення фіскальних буферів для Уряду.

13.3. Деякі заходи щодо підтримки фінансової стійкості України у постковідний період з урахуванням міжнародної практики та завдань повоєнного відновлення національної економіки

Пандемія COVID-19, енергетична криза, російська війна проти України спричинили суттєве підвищення ролі держави в економіці. В умовах високої невизначеності та зниження дієвості ринкових інструментів на тлі “провалів ринку” істотно зросла вага економічних важелів державної політики у господарському управлінні, у проведенні структурних реформ. Лауреат Нобелівської премії з економіки Джозеф Стигліц обґрунтовано зауважує: “помилково вважати, що війну можна виграти за допомогою економіки мирного часу. Жодна країна ніколи не перемагала у серйозній війні, залишаючи ринки на самоті. Ринки просто рухаються надто повільно для серйозних структурних змін, які необхідні” (Stiglitz, 2022).

Перехід економіки на воєнні рейки потребує, зокрема зміни, пріоритетів у моделі державного фінансового управління. *Наразі першочерговим завданням є належає забезпечення національної безпеки і оборони для відсічі повномасштабної агресії, насамперед потреб Збройних Сил України.* У 2023 р. на фінансування сил безпеки й оборони держава витратить із бюджету 1,8 трлн грн¹, що перевищує сукупні доходи державного бюджету у 2021 р. (1,3 трлн грн).

Тривалість повномасштабної війни загрожуватиме додатковими втратами для економічного зростання, зокрема через суттєвіші руйнування та більшу міграцію. Це також може мати негативні наслідки для цінової динаміки, насамперед через вищий тиск на курсові та інфляційні очікування. Вагомим *стабілізаційним засобом забезпечення сталого зниження інфляції та підтримки адаптації економіки до умов повномасштабної війни залишається збереження курсової стійкості.* Це дає змогу не лише безпосередньо стримувати зростання собівартості товарів і послуг, але й пом’якшує фундаментальний ціновий тиск, позитивно впливаючи на очікування.

Ключовим ризиком для економічного розвитку залишаються **термін воєнних дій**, а також непередбачувані характер та інтенсивність повномасштабної війни.

Вагомими також є інші ризики: зниження обсягів чи втрата ритмічності надходження міжнародної фінансової допомоги; поновлення суттєвого дефіциту електроенергії внаслідок значних руйнувань енергетичної інфраструктури, що призведе до обмеження економічної активності та експорту, збільшення потреби в імпорті та, відповідно, посилення тиску на валютному ринку; нові масштабні теракти, які обмежуватимуть експортну логістику, а також економічний потенціал країни загалом; виникнення додаткових бюджетних потреб (для підтримання обороноздатності, ліквідації наслідків терактів тощо) і значних квазіфінансових дефіцитів, зокрема в енергетичній сфері; подальші ускладнення для експорту агропро-

¹ Денис Шмигаль: Пріоритетом роботи для дипломатів залишається питання поставок українських товарів та продукції, зокрема аграрної. 2023. 3 серп. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/denys-shmyhal-priorytetom-roboty-dlia-dyplomativ-zalyshaietsia-pytannia-postavok-ukrainskykh-tovariv-ta-produktsii-zokrema-ahrrarnoi>.

дукції, зокрема за продовження чи розширення торговельних обмежень окремими європейськими країнами¹.

Концепція стійкості державних фінансів Європейської комісії відображає спроможність уряду забезпечити фінансування поточного боргу та очікуваних майбутніх витрат. За усталеним визначенням стійкість є концепцією довготерміною та зводиться до здатності країни фінансувати свої витрати. На стійкість державних фінансів впливає співвідношення між публічними зобов'язаннями та джерелами їх фінансування. Подолання розривів між ними потребує прийняття консолідованих програм, спрямованих на зменшення боргів і дефіцитів у майбутні періоди, а також упровадження реформ у сфері соціального захисту у зв'язку зі старінням населення.

Фіскальна стійкість базується на стабільному й стійкому функціонуванні реального сектору економіки. Формування міцного та конкурентоспроможного реального сектору є фундаментом стійкого економічного зростання та фінансової стабілізації в тривалій перспективі; тому саме на розв'язання цього завдання мають спрямовуватися більшість інструментів економічної політики держави. Під час війни підприємства критичної інфраструктури України зазнали, мабуть, найбільших руйнувань поряд з руйнуваннями виробничих потужностей у металургії й добувних галузях. Масштаб руйнувань об'єктів Укренерго, генерації і розподільчих мереж становить до половини встановлених потужностей. Без надійної безперервної роботи цих життєво важливих підприємств розвиток реального сектору економіки неможливий.

При забезпеченні фіскальної стійкості економіки важливу роль відіграють підприємства *критичної інфраструктури*, їх ресурсна спроможність та забезпечення належного захисту в умовах ведення бойових дій. Формування сучасної системи захисту таких підприємств здійснюється з урахуванням накопиченого досвіду і нових підходів держав-членів ЄС.

У 2020 р. під час спалаху пандемії COVID-19 Європейська комісія запропонувала суттєво оновити правила ЄС щодо стійкості критичних об'єктів і безпеки мережевих та інформаційних систем. 16 січня 2023 р. набули чинності дві ключові директиви щодо критичної та цифрової інфраструктури з метою посилення стійкості ЄС проти онлайн- та офлайн-загроз, від кібератак до злочинів, ризиків для здоров'я населення чи природних катаклізмів – *Директива щодо стійкості критично важливих об'єктів* (Директива CER) і *Директива про заходи для високого загального рівня кібербезпеки в Союзі* (Директива NIS 2)². Нові правила стійкості критичних об'єктів забезпечують міцну основу для створення міцного колективного захисту від усіх загроз.

¹ Інфляційний звіт. Липень 2023 року / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2022-Q3.pdf?v=4.

² Directive (EU) 2022/2557 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on the resilience of critical entities and repealing Council Directive 2008/114/EC. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2557>; Directive (EU) 2022/2555 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on measures for a high common level of cybersecurity across the Union, amending Regulation (EU) No 910/2014 and Directive (EU) 2018/1972, and repealing Directive (EU) 2016/1148 (NIS 2 Directive). URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2555/oj>.

З метою забезпечення комплексного підходу до стійкості критично важливих об'єктів кожна держава-член повинна мати стратегію підвищення стійкості критично важливих підприємств. Стратегія має визначати стратегічні цілі та політичні заходи, які мають бути реалізовані. В інтересах узгодженості та ефективності стратегія повинна бути розроблена таким чином, щоб бездоганно інтегрувати існуючу політику, спираючись, де це можливо, на відповідні національні та галузеві стратегії, плани чи подібні документи.

Дії держав-членів щодо виявлення та сприяння забезпеченню стійкості критично важливих об'єктів повинні базуватися на підході, що ґрунтується на оцінці ризику, який зосереджується на об'єктах, найбільш значимих для виконання життєво важливих суспільних функцій або економічної діяльності. Щоб забезпечити такий цілеспрямований підхід, кожна держава-член повинна здійснити, в узгоджений спосіб, оцінку відповідних природних і антропогенних ризиків, у т. ч. тих, що мають міжгалузевий або транскордонний характер, які можуть вплинути на надання основних послуг, включаючи аварії, стихійні лиха, надзвичайні ситуації у сфері охорони здоров'я, такі як пандемії та гібридні загрози або інші загрози, включаючи терористичні злочини, кримінальне проникнення та диверсії.

Під час проведення оцінки ризиків держави-члени повинні брати до уваги інші загальні або специфічні для секторів оцінки ризиків, проведені відповідно до інших правових актів ЄС, і повинні враховувати ступінь залежності секторів один від одного, в т. ч. від секторів в інших державах-членах і третіх країнах. Результати оцінки ризиків держав-членів повинні використовуватися з метою ідентифікації критичних об'єктів та надання допомоги цим об'єктам у виконанні встановлених вимог щодо стійкості. Ця Директива застосовується лише до держав-членів та критично важливих організацій, підприємств і установ, які діють у межах Союзу. Однак експертиза та знання, отримані компетентними органами через різні форми підтримки та співпраці, можуть бути використані, де це доцільно та відповідно до застосовних правових інструментів, на користь третіх країн, зокрема тих, що є безпосередніми сусідами ЄС, шляхом включення в існуючу співпрацю з питань забезпечення стійкості.

У статусі кандидата в члени Європейського Союзу для України вкрай важливою є своєчасна інституціональна адаптація до положень Директиви 2022/2557 від 14.12.2022 р. про стійкість критично важливих об'єктів. Порівняно з попередньою Директивою 2008/114/ЄС щодо ідентифікації європейської критичної інфраструктури Директива 2022/2557 зміщує акценти з “ідентифікації європейської критичної інфраструктури та встановлення вимог до її захисту” до “забезпечення стійкості надання оператором критичної інфраструктури важливих послуг”.

Доцільно врахувати останні нароби щодо моніторингу забезпечення стійкості критично важливих об'єктів. Наприкінці липня 2023 р. Європейська комісія прийняла Делегований регламент щодо переліку основних послуг в одинадцяти сек-

торах¹, які охоплюються Директивою про стійкість критичних об'єктів (CER), яка набула чинності 16 січня 2023 р. Держави – члени ЄС повинні будуть визначити критичні об'єкти для секторів, викладених у Директиві CER, до 17 липня 2026 р. Вони використовуватимуть цей перелік основних послуг для проведення оцінки ризиків, а потім для визначення критичних об'єктів. Після виявлення критичні об'єкти повинні будуть вжити заходів для підвищення своєї стійкості.

Єврокомісія запропонувала невичерпний перелік послуг, які мають вирішальне значення для підтримки життєво важливих суспільних функцій, економічної діяльності, громадського здоров'я та безпеки або навколишнього середовища, для 11 секторів і підсекторів, які охоплюються Директивою 2022/2557, а саме: 1) енергетичний сектор із такими послугами, як виробництво електроенергії та зберігання енергії; 2) транспортний сектор із послугами з управління та обслуговування інфраструктури аеропорту чи залізниці; 3) банківський сектор із основними послугами, такими як прийом депозитів і кредитування; 4) сектор інфраструктури фінансового ринку з такими послугами, як функціонування торгових майданчиків і клірингових систем; 5) сектор охорони здоров'я включно з розподілом, виробництвом медичних засобів та наданням медичних послуг; 6) сектор питної води включно з постачанням питної води та розподілом питної води; 7) сектор стічних вод із збором, очищенням та видаленням шкідливих речовин із стічних вод; 8) сектор цифрової інфраструктури з такими послугами, як надання та експлуатація послуг точок обміну Інтернетом, системи доменних імен, домену верхнього рівня, хмарних обчислень і центру обробки даних; 9) послуги сектору державного управління; 10) космічний сектор включно з функціонуванням послуг наземної інфраструктури; 11) виробництво, переробка та розподіл харчових продуктів включно із великомасштабним промисловим виробництвом і переробкою харчових продуктів і послугами оптової дистрибуції харчових продуктів². Нові правила стійкості критичних об'єктів забезпечують міцну основу для створення надійного захисту від усіх видів загроз.

В Україні загрозу фінансовій стійкості становлять квазіфінансові дефіцити. Потрібно насамперед поступово їх нівелювати в енергетичному секторі України. Станом на 25.07.2023 держава має заборгованість перед підприємствами теплокомуненерго (ТКЕ) на території усієї України в розмірі 33 млрд грн, до початку наступного опалювального прогнозується 36 млрд грн. Це результат дії мораторію на підвищення тарифів на опалення, гарячу воду та газ. Згідно із законом тарифи не піднімали, підприємства ТКЕ пройшли минулий опалювальний сезон

¹ Commission delegated regulation of 27.7.2023 supplementing Directive (EU) 2022/2557 of the European Parliament and of the Council by establishing a list of essential services. URL: https://home-affairs.ec.europa.eu/system/files/2023-07/Commission%20Delegated%20Regulation%20supplementing%20Directive%20282022%292557%20establishing%20a%20list%20of%20essential%20services_en.pdf.

² Commission delegated regulation of 27.7.2023 supplementing Directive (EU) 2022/2557 of the European Parliament and of the Council by establishing a list of essential services. URL: https://home-affairs.ec.europa.eu/system/files/2023-07/Commission%20Delegated%20Regulation%20supplementing%20Directive%20282022%292557%20establishing%20a%20list%20of%20essential%20services_en.pdf.

виключно за рахунок підтримки з місцевих бюджетів, яка у 2022 р. становила 22,8 млрд грн¹.

За інформацією Мінінфраструктури, встановлені тарифи забезпечують покриття лише на 66 % від фактичних витрат, рівень оплати населення спожитих послуг за результатами опалювального сезону становив тільки 67 %, інших споживачів – 77 %. Відповідно, заборгованість підприємств ТКЕ за природний газ постійно зростає, і на кінець опалювального сезону 2022/2023 рр. сягнула рекордних 95 млрд грн. Для фінансової стабілізації цих підприємств необхідно: компенсувати різницю в тарифах за рахунок коштів державного і місцевих бюджетів; обмежити договірне списання на користь постачальника природного газу коштів з рахунків підприємств ТКЕ шляхом прийняття нормативного акту Уряду; продовжити режим ПСО (покладення спеціальних зобов'язань) на наступний опалювальний сезон для уникнення значного росту тарифів на тепло – потрібне рішення Уряду.

До війни 70 % споживання електроенергії в країні забезпечував бізнес, який платив високу ринкову ціну (більше 6 грн за кВт-год з урахуванням ПДВ, тарифів на розподіл, передавання, диспетчеризацію та постачання), та за рахунок цього працювала модель ПСО (покладення спеціальних зобов'язань), тобто забезпечення помірних тарифів для населення фактично через перехресне субсидування бізнесом населення. Але з початком повномасштабної війни, споживання населення скоротилося на 20 %, а бізнесу – на 40 %, що створило дисбаланс, унеможливило справну роботу механізму ПСО, а також призвело до утворення розділеного між учасниками ринку боргу на суму понад 30 млрд грн. На виконання механізму ПСО держава щороку витрачає близько 140 млрд грн. Левова частка цієї суми йде на компенсацію тарифів заможним громадянам, які можуть платити ринкову ціну. За оцінкою Міністерства енергетики, понад 75 % населення України споживають до 250 кВт-год електроенергії на місяць (Топалов, 2023).

Для виправлення теперішньої ситуації пропонується: відновити модель енергоринку, в рамках якої були узгоджені різні за походженням та ціною види електроенергії на загальний ринок, завдяки чому в Україні протягом багатьох років вдавалося утримувати найнижчу в Європі ціну енергії; провести фінансовий аудит усієї енергосистеми – “Укренерго”, обленерго, генеруючих компаній усіх форм власності; скасувати перехресне субсидування “зеленої енергетики”; проаналізувати, наскільки ефективно використовуються обладнання та фінансування, що надаються європейськими партнерами для відновлення нашої енергосистеми, а також чітко визначити, скільки необхідно ще коштів, щоб її повністю відновити.

Масова *міграція населення* матиме значний негативний вплив на українську економіку та фінансову систему. Зокрема, зумовлюватиме скорочення внутрішнього споживання та зменшення пропозиції робочої сили, у т. ч. в довгостроковій перспективі, що тиснутиме на ринок праці, потенційний ВВП, а також пенсійну систему України. Додатковий тиск на ринок праці чинять і внутрішні мігранти, адже в

¹ Зима близько... / Правління Асоціації міст України. 2023. 27 лип. URL: <https://auc.org.ua/novyna/zyma-blyzko-pravlinnya-asociaciyi-mist-ukrayiny>.

східних регіонах структура зайнятості була суттєво зміщеною в бік промисловості порівняно із західними областями. Це ймовірно посилить уже наявні диспропорції між попитом та пропозицією робочої сили, попри релокацію підприємств. Водночас скорочення робочої сили, зокрема виїзд працездатного населення за кордон, може призвести до гострого дефіциту працівників у окремих галузях, до скорочення обсягу надходження ПДФО та єдиного соціального внеску до державного бюджету.

Криза COVID-19 та повномасштабна війна з РФ зумовили суттєве підвищення рівня невизначеності останніми роками, що позначилося на значних коригуваннях прогнозів основних макроекономічних показників. Короткострокове прогнозування ВВП традиційними методами та моделями було ускладненим не лише структурними змінами, спричиненими наслідками війни, а й браком значної кількості статистичних даних від Державної служби статистики України. *Ключовим ризиком для економічного розвитку залишається триваліший термін воєнних дій, а також непередбачувані характер та інтенсивність повномасштабної війни.*

13.4. Механізми обмеження макрофіскальних ризиків в умовах відновлення України з урахуванням рекомендацій МВФ

В аспекті розв'язання завдань управління державними фінансами в період війни важливого значення набула співпраця України з МВФ. Вагомий науково-практичний інтерес становить виявлення змін в управлінні фінансуванням державного бюджету України в період війни з урахуванням співпраці з МВФ. Експерти МВФ розглядають фіскальні ризики, як фактори, що здійснюють впливи на відхилення результатів фіскальної діяльності від запланованих показників. До них належать: зміни макроекономічної ситуації, фінансові кризи, динаміка рівня інфляції, стихійні лиха, надання допомоги державним підприємствам та ін.¹

Фіскальні ризики спричиняють відхилення від запланованих показників не лише стосовно дохідної та видаткової частин державного бюджету, а й управління державними і гарантованими державою борговими зобов'язаннями (розміщенням державних запозичень на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках), здійснення операцій з погашення державної заборгованості, її обслуговування, проведення реструктуризації і рефінансування позик, залучення ресурсу на основі виконання планів приватизації державного майна, виконання суб'єктами господарювання зобов'язань перед кредиторами за кредитами, залученими під державні гарантії, та ін.

У ході аналізу ризиків управління фінансами в період подолання наслідків пандемії COVID-19, в умовах війни та відновлення України доцільно враховувати такі фактори²: тиск змін, що вимагають збільшення бюджетних витрат; погіршення мобілізації доходів до бюджету; розширення показників бюджетного дефіциту

¹ Fiscal Risks Management / IMF. 2022. URL: https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.

² Strategy Under Uncertainty. (November - December 1997). URL: <https://hbr.org/1997/11/strategy-under-uncertainty>.

(за рамки визначені нормативними документами); збільшення обсягів державних запозичень та внесення змін до джерел і механізмів їх забезпечення; проведення погашення та обслуговування додатково розміщених державних позик; управління державним та гарантованим державою боргом.

Виявлення ймовірних (потенційних) відхилень показників фінансової сфери, що прийняті у бюджеті, від тих, що очікуються (з урахуванням викликів, які виявляються в ході його виконання), набуває важливого значення для прийняття політичних рішень, а також покращання моніторингу та звітності щодо проведення бюджетних операцій.

Важливого значення в період боротьби проти пандемії COVID-19 та подолання наслідків війни набули питання проведення аналізу ризиків, що виникають унаслідок: потреб коригування обсягів та структури бюджетних видатків; розбалансування державного бюджету та зростання показників бюджетного дефіциту; мобілізації додаткових ресурсів з метою покриття дефіциту державного бюджету; залучення коштів шляхом приватизації державного майна та внесення змін до активних операцій в рамках державного бюджету; розміщення державних запозичень на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках з метою покриття витрат з погашення державних позик; проведення реструктуризації державних боргових зобов'язань для досягнення раціональнішого розподілу боргового навантаження на довгострокові періоди; внесення змін до управління державним боргом.

Фахівці державного управління України, за участі експертів МВФ, провели аналіз стану державних фінансів в період війни. Основні положення щодо таких рекомендацій викладені у Програмі моніторингу, розробленій працівниками України та МВФ¹ (далі – Моніторинг).

Показники обсягів та структури видатків державного бюджету, визначені законом про державний бюджет на 2023 р., не відповідали потребам воєнного часу та вимагали значного збільшення, а також внесення суттєвих змін до їх складових. Зросли ризики недостатності фінансування витрат на безпеку і оборону, недопущення руйнувань та знищення критичної інфраструктури (як військової, так і цивільної), надання соціальної допомоги громадянам України.

Перехід до нової, принципово відмінної від мирного часу, фінансової політики в період подолання наслідків війни передбачає посилення її стимулюючих впливів на стан економічного, а також соціального розвитку України. На перших етапах війни було прийнято курс на послаблення податкового навантаження на бізнес та збільшення бюджетних витрат. Проте заходи щодо зниження оподаткування не були підтримані МВФ.

Водночас було схвалено рішення Уряду щодо внесення змін до обсягів та структури бюджетних видатків у бік їх збільшення, за умов впровадження пріоритизації, необхідної в умовах війни (забезпечення адекватних витрат на основні функції

¹ Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. IMF Staff Country Report. 2022. December 21. P. 15–16. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.

держави). Було також визначено, що зусилля мають спрямовуватися на підтримання макроекономічної стабілізації в Україні. При цьому такі завдання передбачено здійснювати шляхом не зниження оподаткування, а вжиття заходів з мобілізації додаткового ресурсу. Для цього було задекларовано наміри відновлення внутрішнього боргового ринку, розміщення додаткових внутрішніх запозичень (з урахуванням високих показників ліквідності банківської системи України), а також активізації мобілізації коштів з Єдиного казначейського рахунку (Моніторинг, с. 12–19).

Різке збільшення видатків потребувало зростання обсягу мобілізації ресурсу, необхідного для його покриття. Водночас виявилися ризики проведення таких операцій. Показники видатків державного бюджету не покривалися його доходами. Сподівання на збільшення доходів бюджету за рахунок зниження оподаткування бізнесу (на перших етапах війни) не виправдалося. Необхідним було впровадження жорсткіших підходів до реформування податкової системи.

За таких умов покриття державних витрат на 85–90 % за рахунок мобілізації доходів до бюджету (як у довоєнний період) виявилось неможливим. Руйнівні впливи війни призвели до розбалансування фінансової системи та виникнення загроз щодо спроможності виконання нею функцій з забезпечення розвитку України. Необхідним став перегляд управління державними фінансами та визначення заходів щодо внесення змін до обсягів та структури публічних витрат, а також мобілізації ресурсної бази для їх забезпечення. При цьому важливою умовою стало дотримання критичних їх показників, а також недопущення різкого погіршення боргової стійкості¹.

Зросли ризики виконання державного бюджету з дефіцитом. Відзначалося перевищення фактичних показників бюджетного дефіциту відносно запланованих його обсягів. Збільшення планового рівня дефіциту передбачає, з одного боку, зростання обсягу видатків, не покритих доходами державного бюджету, а з другого – необхідність використання ресурсу, відмінного від доходів бюджету для його покриття.

Потрібним стало збільшення доходів державного бюджету шляхом впровадження механізмів забезпечення необхідних обсягів податкових надходжень, неподаткових доходів, надходжень від проведення операцій з капіталом та інших категорій доходів, що потребує внесення змін до системи оподаткування, а також залучення неподаткових надходжень. Ще одним важливим механізмом, що активно використовується в період війни, стало перерахування частини доходів центрального банку до державного бюджету. Надається також фінансова допомога зарубіжних партнерів у формі грантів, які спрямовуються на підтримку державного бюджету України. За рахунок таких операцій певною мірою знижуються ризики покриття бюджетних витрат мобілізованими до державного бюджету доходами.

¹ OECD Best Practices for Managing Fiscal Risks. Working Party of Senior Budget Officials. 2020. P. 4–5. URL: [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=GOV/PGC/SBO\(2020\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=GOV/PGC/SBO(2020)6&docLanguage=En).

Обсяги видатків, що передбачалися за запланованими показниками (затвердженими в період прийняття закону), виявилися недостатніми для забезпечення потреб країни в період війни. Управління бюджетними видатками потребувало внесення значних змін, з урахуванням впливів пандемії та війни.

Величина ресурсу, залученого для фінансування державного бюджету в Україні з 2019 до 2023 р. (2023 р. – планові показники) збільшилася у чотири рази. Найбільш значне зростання відзначалося у 2022 р. (більше ніж удвічі відносно показника 2021 р.). Частину коштів було залучено шляхом мобілізації надходжень від приватизації державного майна та у ході проведення активних операцій. Водночас передбачено залучення додаткових ресурсів для фінансування державного бюджету шляхом отримання коштів з Єдиного казначейського рахунку, а також використання ліквідності на рахунках місцевих бюджетів.

Показники дефіциту державного бюджету України суттєво перевищили його рівень, визначений фіскальними правилами, що були чинними у довоєнний період (БКУ, ст. 14, 18). Водночас на 2023 р. положення щодо дотримання фіскальних правил скасовано (Закон України “Про Державний бюджет України на 2023 рік”, Прикінцеві положення, п. 3). Відмова від таких обмежень була викликана необхідністю значного збільшення ресурсу для покриття критичних витрат. Таким чином, оперування цими важливими фіскальними показниками перестало регламентуватися чинними нормативними документами.

Виявилися ускладнення з проведенням мобілізації надходжень від приватизації державного майна для фінансування державного бюджету. Необхідним стало встановлення раціональних співвідношень між використанням внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування бюджету (прийняття яких потребує розроблення стратегії управління державними запозиченнями). Зазвичай для розв’язання завдань фінансового забезпечення запозичень залучаються різні джерела. До них належать ресурси внутрішнього фінансового ринку, зарубіжних ринків капіталу, МФО, органів державного управління іноземних країн, закордонних комерційних банків та інших фінансових установ.

Переважна частина фінансування державного бюджету (більше 99 %) була отримана на основі розміщення державних запозичень. При цьому відзначалася тенденція до зростання зовнішніх позик, які у 2023 р. перевищували внутрішні державні запозичення більше, ніж у 17 разів. Що ж до погашення державних боргових зобов’язань, то переважна частина ресурсу (більше 76 %) спрямовується на покриття внутрішніх позик.

До придбання облігацій залучаються різні суб’єкти, зокрема НБУ, банки, юридичні особи України, фізичні особи, територіальні громади та нерезиденти. У Моніторингу зазначено, що інституційні інвестори (пенсійні фонди та страхові компанії), а також нерезиденти беруть незначну участь у придбанні державних боргових цінних паперів. А на вітчизняні банки припадає близько 40 % загальної суми вкладів в ОВДП. Проте, враховуючи досягнення показників високої ліквідності банківської системи (особливо державних банків), такі вкладення виявляються недостатніми (Моніторинг, с. 21).

Участь у придбанні державних боргових цінних паперів центрального банку розглядається як “монетарне” або грошове фінансування державного бюджету. Наголошено на необхідності переходу до використання внутрішнього фінансування бюджету, але такого, що не приведе до погіршення макрофінансової стабільності. Допускається лише “обмежена монетизація” для компенсації можливих затримок зовнішнього фінансування. (Моніторинг, с. 18–28).

Для розв’язання таких завдань передбачено збільшити розміщення державних боргових цінних паперів на внутрішньому фінансовому ринку, а також запровадити додаткові заходи щодо створення більш належних умов для спонукання до їх придбання національних банків. Задекларовано також наміри стосовно проведення коригування дохідності державних боргових цінних паперів на первинному ринку.

Внаслідок ускладнення доступу до міжнародних фінансових ринків для України (як і будь якої держави, що перебуває у стані війни) органами державного управління нашої країни були прийняті (за підтримки світової спільноти) особливі механізми залучення фінансових ресурсів із іноземних джерел.

Починаючи з 2020 р. динаміка показників державного боргу України відзначалася тенденцією до зростання (рис. 13.2). Така динаміка стала досить вразливою стосовно виплат за зовнішньою заборгованістю (з урахуванням навантаження на державні фінанси в період війни). Проте ризики управління державним боргом в Україні розглядаються як “стримані”, а не надмірно високі. Причиною є те, що масштаб фінансових зобов’язань країни є довгостроковим, до того ж обслуговування боргу частково призупинено, а і заходи, вжиті органами державного управління стосовно забезпечення фінансової стабільності, виявилися вчасними та результативними.

Боргова вразливість України стане обмеженою, якщо держава отримає достатні зовнішні кошти фінансування для подолання руйнівних наслідків війни, і якщо ця підтримка буде надаватися у формі грантів, пільгових кредитів та іншого виняткового фінансування (Моніторинг, с. 47). У Моніторингу зазначено, що, незважаючи

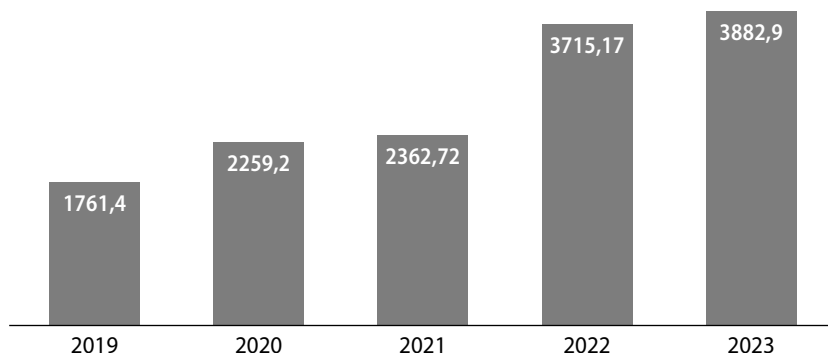


Рис. 2. Показники державного боргу України на 20 лютого 2023 р., млрд грн

Джерело: Державний та гарантований державою борг України / Міністерство фінансів України. Статистика державного боргу. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.

на всі труднощі, владі переважно вдалося зберегти макроекономічну та фінансову стабільність. Продовжується адаптація політики до обставин, що швидко змінюються.

Отже, у період подолання наслідків пандемії COVID-19 та в умовах війни спостерігається зростання невизначеності, що призводить до загострення фіскальних ризиків та необхідності перегляду бюджетних планів, а також прогнозів щодо проведення фіскальних операцій. В аспекті управління державними витратами виявилися ризики, що потребували внесення суттєвих змін до державного бюджету в бік збільшення видатків, а також проведення їх пріоритизації. Різке збільшення видатків потребувало зростання обсягу мобілізації ресурсу, необхідного для його покриття.

Відзначалося збільшення обсягу ресурсу з метою фінансування державного бюджету (проведення активних операцій, розміщення державних запозичень). Водночас загострилися ризики розміщення державних позик, а також погіршення показників боргової стабільності.

Важливим доповненням до внутрішнього фінансування стало залучення активів з зовнішніх джерел. Внаслідок ускладнення доступу до міжнародних фінансових ринків воно було замінено використанням непрямих форм мобілізації коштів, а також отриманням фінансової допомоги з боку зарубіжних партнерів. Протягом війни зовнішнє фінансування державного бюджету залишатиметься важливою частиною фінансування державного бюджету. Проте у післявоєнний період доцільно запровадити програму поступового заміщення зовнішнього фінансування, а також забезпечення доступу України (прямого і непрямого) до міжнародних фінансових ринків.

13.5. Заходи для розкриття інформації та управління ризиками очевидних умовних зобов'язань з метою підтримки фіскальної стійкості України та впровадження стандартів ЄС з питань транспарентності державних фінансів

Ключовим елементом зваженої політики формування очевидних умовних зобов'язань уряду є її прозорість, яка дає змогу повною мірою враховувати наявні фіскальні ризики і потенційні фінансові витрати для уряду. Наявність адекватної системи обліку очевидних умовних зобов'язань та їх відображення у фінансовій звітності уряду надає можливість оцінювати потенційні фіскальні ризики державних гарантій, та ще на етапі підготовки рішення про їх надання ретельно прорахувати всі здобутки і витрати підтримки державою відповідних проєктів.

Нагадаємо, що умовні зобов'язання – це тип фіскальних ризиків, які пов'язані з умовами або ситуаціями, що можуть вплинути на фінансові результати або фінансову позицію сектора загального державного управління в залежності від настання чи ненастання певних подій у майбутньому.

Першим видом умовних зобов'язань держави є очевидні зобов'язання, які зафіксовані в нормативно-правових актах чи договорах, однією зі сторін яких виступає Уряд. Основними серед таких зобов'язань є державні гарантії за позиками державних і приватних підприємств, державних банків і т. ін., а також схеми

державного страхування – депозитів фізичних осіб, майнового страхування проти стихійних лих тощо ін.

Розкриття інформації про очевидні умовні зобов'язання і підготовка відповідних звітів дають змогу державі отримати такі переваги: заохочення більш раннього і менш радикального реагування на проблеми, які накопичуються у сфері державних фінансів; підвищення ступеня довіри громадськості і ринкових суб'єктів до якості фінансового менеджменту; зниження ступеня непевності для інвесторів і платників податків; зменшення морального ризику серед бенефіціарів державних гарантій, інших державних пільг і допомог.

40. Recommendation of the Council on Budgetary Governance / OECD. URL: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Recommendation-of-the-Council-on-Budgetary-Governance.pdf>

Ідентифікація, оцінка фінансальних ризиків (включаючи умовні зобов'язання Уряду) й оприлюднення відповідної інформації є невід'ємними елементами системи фінансової прозорості¹. За рекомендаціями Ради ОЕСР до ключових принципів гарного бюджетного управління віднесено ідентифікацію, оцінку і зважене управління фінансовими ризиками, включаючи ризики довгострокової стійкості державних фінансів².

Дотримання останнього принципу, серед іншого, передбачає:

- чітку ідентифікацію, класифікацію за видами, пояснення і (наскільки це можливо) кількісну оцінку фінансальних ризиків, включаючи умовні зобов'язання для того, аби забезпечити належною інформацією процес розгляду і обговорення фінансової політики, яка закладається у бюджеті;
- створення очевидних механізмів управління фінансовими ризиками і звітування про них у контексті підготовки річного бюджету.

Відповідно до стандартів Кодексу фінансової прозорості МВФ моніторинг і звітування про фінансові ризики повинні відповідати наступним вимогам (табл. 13.7).

Згідно зі стандартами ЄС звітність про **умовні зобов'язання** (на чому акцентується увага в Директиві Ради ЄС 2011/85/ЄС) має включати такі складові: 1) класифікацію умовних зобов'язань за основними категоріями; 2) обґрунтування необхідності прийняття урядом умовних зобов'язань за кожною категорією; 3) інформацію в розрізі окремих умовних зобов'язань, включаючи опис їх природи, масштабів і (наскільки це можливо) кількісне визначення; 4) інформацію про минулі вимоги до уряду, пов'язані з виконанням умовних зобов'язань; 5) для кожного нового виду умовних зобов'язань: цілі державної політики, тривалість існування та контингент бенефіціарів; 6) визначення вартості умовних зобов'язань для державних фінансів (фінансового впливу), яка включає номінальну вартість гарантії чи іншого зобов'яз-

¹ Fiscal Transparency, Accountability, and Risk / International Monetary Fund. 2012. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/080712.p>.

² Recommendation of the Council on Budgetary Governance / OECD. URL: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Recommendation-of-the-Council-on-Budgetary-Governance.pdf>.

Таблиця 13.7

Вимоги до розкриття фінансових ризиків за Кодексом фінансової прозорості МВФ

Джерела або види фінансових ризиків	Принципи фінансової прозорості	“Гарна” міжнародна практика	Передова міжнародна практика
Специфічні фінансові ризики	Уряд регулярно готує звіти про специфічні фінансові ризики, які можуть впливати на його фінансові прогнози.	Основні специфічні фінансові ризики для фінансових прогнозів оприлюднюються у рамках окремого звіту. Цей звіт вміщує оцінки величини цих ризиків.	Основні специфічні ризики для фінансових прогнозів оприлюднюються у рамках окремого звіту. Цей звіт вміщує оцінки величини цих ризиків і там, де це можливо, оцінки ймовірності їх матеріалізації
Державні гарантії	Дані щодо урядових гарантій підлягають оприлюдненню, а процес їх надання регламентується законом.	Інформація щодо наданих урядом гарантій, їх бенефіціарів і сумарного рівня ризиків, які породжуються гарантіями, публікується щороку або частіше. Максимальна вартість однієї гарантії та їх сумарний запас схвалюються законом.	Інформація щодо наданих урядом гарантій, їх бенефіціарів, сумарного рівня ризиків, які породжуються гарантіями, а також ймовірність їх пред’явлення публікується щороку або частіше. Максимальна вартість однієї гарантії та їх сумарний запас схвалюються законом.
Державні корпорації	Уряд періодично оприлюднює всеосяжну інформацію про фінансову діяльність державних корпорацій, включаючи квазіфінансові операції, які вони проводять	Всі трансфери між урядом і державними корпораціями підлягають оприлюдненню. Загальний звіт про фінансові показники державних корпорацій публікується щороку або частіше.	Всі засоби прямої і непрямої підтримки уряду державних корпорацій підлягають оприлюдненню. Загальний звіт про фінансові показники державних корпорацій публікується щороку або частіше і включає оцінки обсягів їх квазіфінансової діяльності.

Складено за: The Fiscal Transparency Code / International Monetary Fund. 2019. Р. 6–22. URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/Code2019.pdf>.

зання; очікувані фінансові витрати з урахуванням ймовірності настання страхового, гарантійного чи іншого випадку; 7) дані щодо резервних активів, призначених для покриття конкретних умовних зобов’язань¹.

Уряди кількох країн – Австралії, Чилі, Ісландії, Індонезії, Нової Зеландії, Великої Британії, Мексики – публікують деталізовані звіти про фінансові ризики. У деяких країнах такий звіт має форму окремого документа, який подається та розповсюджується разом із щорічним бюджетом. В інших країнах різні види фінансових ризиків (макроекономічні ризики і специфічні фінансові ризики) представляються в окремих частинах бюджетної документації. У найбільш передових країнах звіти про фінансові ризики доповнюються поясненнями щодо управління фінансовими ризиками (Seiwal, 2016).

¹ Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States. URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.306.01.0041.01.ENG.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

У міжнародній теорії та практиці державних фінансів значна увага приділяється оцінюванню **впливу фінансових ризиків на державні фінанси** (fiscal impact). Зазвичай така оцінка проводиться у термінах очікуваних або найбільш ймовірних фінансових витрат.

Основними методами оцінки очікуваних фінансових витрат на виконання умовних зобов'язань є такі: 1) на основі даних щодо ринкових котирувань відповідних зобов'язань; 2) на основі історичних даних щодо платежів за аналогічними зобов'язаннями (кредитами); 3) методи стохастичного моделювання; 4) методи моделювання цін на опціони.

Дані *ринкових котирувань* можуть бути використані для оцінки фінансових витрат, якщо позичальник – реципієнт державних гарантій випускає боргові зобов'язання, що торгуються на ринку, або якщо підприємства, які є порівняними з реципієнтом гарантій, випускають такі зобов'язання. Методи *стохастичного моделювання* і *моделювання ціноутворення на опціони* спираються на застосування широких масивів даних і спеціальних фахових знань. Крім того, їх доцільно практикувати лише тоді, коли суми наданих гарантій певного типу є доволі значними.

Поряд з наведеними методами, деякі уряди (наприклад, Південної Кореї) користуються також оцінками рейтингових агенцій для визначення ймовірності невиконання кредитних зобов'язань позичальником та їх перекладення на державний бюджет. Шведська агенція використовує дані щодо ринкових котирувань, цін опціонів і методи моделювання для оцінки ризиків надання державних гарантій і встановлення розміру плати за гарантію для підприємств-бенефіціарів.

Якщо наведені вище методи не можуть застосовуватися в зв'язку з відсутністю необхідних даних чи технічних навиків, рекомендується проста класифікація наданих гарантій чи інших умовних зобов'язань на кілька груп ризику дефолту позичальника. Для віднесення до відповідної групи ризику використовуються експертні оцінки або наявна інформація.

Методичні підходи до оцінки очікуваних фінансових витрат державних гарантій наведені на рис. 13.3. Отримання конкретних оцінок фінансових ризиків дер-

Група ризику позичальника	• 1) високий (H) • 2) середній (M) • 3) низький (L) • 4) дуже низький (V)
Ймовірність неплатоспроможності позичальників за групами	• 1) X % • 2) Y % • 3) Z % • 4) R %
Формула оцінки фінансових витрат (FC)	• $FC = \text{номінальна вартість гарантій групи I (H)} * X/100 + \text{вартість гарантій гр. II (M)} * Y/100 + \text{вартість гарантій гр. III (L)} * Z/100 + \text{вартість гарантій гр. IV (V)} * R/100$

Рис. 13.3. Методичні підходи до оцінки очікуваних фінансових витрат державних гарантій в Україні

Джерело: (Cangiano, Curristine, & Lazare, 2013, с. 253).

жавних гарантій має спиратися на аналіз деталізованих даних щодо кредитоспроможності підприємств і установ – позичальників, а також історичної інформації щодо виконання позичальниками своїх кредитних зобов'язань під державні гарантії у минулому.

Оцінювання фіскальних витрат державних гарантій у процесі підготовки рішень про їх надання, а також оприлюднення повної інформації, пов'язаної з державними гарантіями дають змогу зменшити нездорову прихильність державних органів до гарантій і змушують проводити більш ретельний аналіз альтернативних фіскальних інструментів.

При управлінні фіскальними ризиками, у т. ч. й специфічними фіскальними ризиками (включаючи державні гарантії) у світі застосовуються такі основні *групи інструментів*.

I. *Прямий контроль, граничні обсяги і ліміти* використовуються для обмеження прийняття певних ризиків урядом і є найбільш ефективними тоді, коли такі ризики мають ендегенний характер для державного сектору. Близько 60 % країн, які досліджувалися фахівцями МВФ, покладали ліміти на суму державних гарантій або контролювали процес їх випуску. 66 % країн лімітували боргові зобов'язання регіональних і місцевих органів влади через встановлення певних фіскальних правил. Близько 40 % країн контролюють процес банківського кредитування шляхом покладення на них спеціальних кредитних стандартів. 33 % країн лімітують фінансові зобов'язання державних підприємств, а 10 % країн обмежують умовні зобов'язання держави, які породжуються схемами державно-приватного партнерства.

II. *Регулювання, мотивація та інші непрямі заходи* застосовуються здебільшого тоді, коли фіскальні ризики зумовлюються поведінкою приватних суб'єктів. Близько 75 % країн регулюють діяльність фінансових посередників непрямыми методами (наприклад, встановлюючи вищі нормативи адекватності капіталу або коефіцієнти левериджу для системно важливих банків). 66 % країн формують цільові показники результативності для державних підприємств.

III. *Трансфер, розподіл ризиків і страхові схеми*. Основними інструментами трансферу і розподілу ризиків є надання урядом часткових гарантій, утримання певного виду застави за кредитними зобов'язаннями підприємства, застосування певних виключень у рамках схем державного страхування, розміщення урядом на ринку певних інструментів хеджування ризиків і страхування на випадок стихійних лих. Майже 60 % країн вимагають від підприємств-бенефіціарів державних гарантій за кредитами надавати майнову заставу. Близько 25 % урядів страхують чи сек'юритизують їх портфель кредитних гарантій, а 20 % країн ввели спеціальні податки чи збори для фінансових установ з метою покриття можливих державних витрат на порятунок цих установ під час кризи. 66 % країн страхують державні активи на випадок настання стихійних лих і природних катаклізмів.

IV. *Резервування коштів*. Багато країн для покриття фіскальних ризиків створюють спеціальні резервні фонди, включають очікувані витрати в планові бюджетні асигнування або формують спеціальні фінансові активи. Більше половини країн

мають фонди страхування депозитів. Близько половини країн сформували резервні фонди для покриття витрат від стихійних лих¹.

Країни зі слабкими інститутами вимушені більшою мірою покладатися на механізми прямого контролю і централізованого управління умовними зобов'язаннями держави. Високорозвинуті країни в змозі ефективніше використовувати механізми мінімізації ризиків (risk mitigation) і засоби перенесення ризиків (risk transfer).

Для ефективного управління фінансовими ризиками МВФ рекомендує країнам з низькими доходами більшою мірою покладатися на інструменти прямого контролю за формуванням ризикових позицій, зокрема, застосовувати ліміти і погоджувати з Міністерством фінансів чи Кабінетом Міністрів зобов'язання держави у рамках схем ДПП, запозичення місцевих органів влади і державних підприємств, державні гарантії за кредитами. Країни з ринками, що формуються, можуть застосовувати також засоби трансферу і мінімізації ризиків, такі як часткові гарантії держави, плату за надання гарантій, страхування на випадок стихійних лих, ін.

Галузеві міністерства повинні мати чітко визначений перелік обов'язків, які стосуються моніторингу і управління фінансовими ризиками, джерелами яких є державні гарантії за кредитами, юридичні позови проти держави, реалізація інвестиційних проектів у державному секторі, діяльність державних підприємств, підпорядкованих певному міністерству та проекти ДПП з включенням останнього як представника держави. Згідно з найкращою світовою практикою, тією мірою, якою міністерства / державні установи уповноважені на прийняття ризиків, міністри/керівники цих установ повинні нести відповідальність за управління і моніторинг прийнятих ризиків, а також підготовку відповідних звітів. При цьому відповідальність за управління ризиками і повноваження щодо їх прийняття повинні бути відокремлені від повноважень щодо оцінки їх потенційних фінансових витрат. Наприклад, міністерства, через які надаються державні гарантії, не повинні одноосібно оцінювати фінансові витрати таких гарантій без зовнішнього нагляду або супроводження (Sebotari et al., 2008). У рамках системи управління фінансовими ризиками Міністерство фінансів повинне мати повноваження, які стосуються: а) аналізу макроекономічних і специфічних фінансових ризиків; б) збору та узагальнення даних щодо рівня накопичених фінансових ризиків.

Ефективне управління фінансовими ризиками неможливе без наявності адекватної системи обліку, бюджетування і правил розкриття інформації, а також незалежного нагляду і контролю за фінансовими ризиками з боку вищого органу державного фінансового контролю.

Стандарти і визнані міжнародною практикою підходи до підготовки відповідальними органами звітів про фінансові ризики та умовні зобов'язання наведені на рис. 13.4.

В Україні Міністерством фінансів України періодично оприлюднюється інформація про надані державні гарантії як основний вид очевидних умовних зобов'яз-

¹ Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices / International Monetary Fund. 2016. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/050416.pdf>.

III. Специфічні фінансові ризики та їх джерела

- 3.1. Місцеві органи влади.
- 3.2. Державні підприємства.
- 3.3. Позабюджетні фонди (включно зі стабілізаційними): цілі їх створення, доходи, видатки.
- 3.4. ДПП: майбутні платежі за контрактами й умовні зобов'язання за кожним проектом

IV. Умовні зобов'язання уряду

- 4.1. Класифікація накопичених умовних зобов'язань за основними категоріями.
- 4.2. Опис мотивів (причин) для уряду прийняття ризиків за кожним із видів умовних зобов'язань.
- 4.3. Інформація за кожним із вагомих умовних зобов'язань, включно з природою зобов'язання, масштабом і його кількісною оцінкою.
- 4.4. Опис минулих вимог до уряду, пов'язаних з виконанням умовних зобов'язань.
- 4.5. Для кожного нового виду зобов'язань обговорення його цілей, тривалості та контингенту бенефіціарів.
- 4.6. Кількісна оцінка фінансової значущості накопичених умовних зобов'язань за головними категоріями (сумарна вартість зобов'язань певного виду і, за можливості, – очікувана вартість).
- 4.7. Інформація про активи, зарезервовані урядом на виконання умовних зобов'язань за дії несприятливих обставин

V. Стратегія управління фінансовими ризиками

(у т. ч. пріоритетні сфери та інструменти мінімізації ризиків)

Рис. 13.4. Стандарти підготовки (змістового наповнення) звіту про фінансові ризики та умовні зобов'язання

Складено за: [7, с. 18].

зав'язує Уряду з включенням позичальників та сум наданих гарантій, інформація про стан простроченої заборгованості підприємств-позичальників перед бюджетом, а також дані щодо видатків бюджету на виконання гарантованих кредитних зобов'язань за певними програмами чи у межах діяльності певного розпорядника бюджетних коштів. Проте масив інформаційних даних, які оприлюднюються, є неповним і не достатньою мірою відповідає стандартам транспарентності МВФ.

Згідно зі стандартами МВФ для гарантування транспарентності політики формування очевидних умовних зобов'язань держави, в т. ч. й державних гарантій, обов'язковий мінімум інформації, що підлягає розкриттю за кожною новою гарантією або програмою гарантій, включає: короткий опис сутності кожної гарантії, передбачуваної мети, бенефіціарів і очікуваного терміну дії; ймовірну величину фінансового ризику для уряду, оцінку ймовірних бюджетних витрат, пов'язаних з виконанням гарантованих зобов'язань; прогноз сумарного надання нових гарантій у поточному чи наступному бюджетному році; можливості будь-яких виплат, відшкодувань або приросту вимог уряду до реципієнтів державних гарантій у випадку пред'явлення їх до оплати.

Крім того, у бюджетних документах або спеціальних звітах повинна міститися інформація щодо діючих або завершених програм державних гарантій: платежі

уряду за індивідуальними гарантіями та програмами державних гарантій, здійснені в останні роки; плановані в бюджеті асигнування на задоволення очікуваних вимог за гарантіями; фактичні виплати за гарантіями у звітному періоді, виникнення фінансових вимог уряду до бенефіціарів гарантій, які не виконали зобов'язань перед кредиторами, і випадки будь-яких відмов уряду від таких вимог; комісії за надання гарантій або інші отримані від гарантій доходи¹.

Максимально повне і коректне представлення інформації про наявні ризики у сфері державних фінансів та зважене управління умовними зобов'язаннями уряду підвищуватимуть ступінь обґрунтованості рішень при проведенні бюджетної політики і створюватимуть підґрунтя для вжиття адекватних заходів, спрямованих на попередження небезпечного накопичення фіскальних ризиків.

13.6. Напрями підтримання довіри та формування адекватного монетарного режиму як чинники мінімізації ризиків для забезпечення фіскальної стійкості України у період пандемії, глобальної рецесії та воєнних дій

Першим у ряді завдань підтримання монетарної та фіскальної стійкості і безпеки на основі піклування про пропорційність розвитку монетарної та фіскальної сфер у їх співвідношеннях з усією економікою і постійної демонстрації бізнесу та населенню спроможності вирішувати ці завдання є забезпечення стабільності грошової одиниці як основи стабільності всієї монетарно-фіскальної сфери. Ця проблема є центральною для НБУ. Без її вирішення не можна забезпечити стабільність економічних процесів і розвиток економіки. Стабільність грошової одиниці є головним чинником мінімізації ризиків, бо без неї не можна вирішити будь-які інші завдання монетарно-фіскальної стабільності та безпеки. Вона є також базовим інструментом підтримання довіри як основи монетарної та фіскальної безпеки.

Слід також звернути увагу на рефлексійний характер завдань підтримання стабільності грошової одиниці та монетарно-фінансової стійкості: для підтримання стабільності грошової одиниці необхідно забезпечувати збалансованість розвитку монетарно-фіскальної сфери та економіки, а збалансованість і стійкість розвитку монетарно-фіскальної сфери неодмінно спираються на стабільність грошової одиниці. У такій взаємозалежності основоположна роль з точки зору управління цими процесами належить стабільності грошей як втіленню інтегрованої імпліцитної довіри до монетарних інститутів та влади.

До початку війни росії проти України НБУ для реалізації своєї основної мети – забезпечення стабільності грошової одиниці – використовував режим інфляційно-го таргетування². Після початку війни та запровадження воєнного стану в Україні цілі монетарної політики було скориговано. Першочергового значення набуло

¹ Government Guarantees and Fiscal Risk / International Monetary Fund. 2005. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/040105c.pdf>.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/HDjtVCSUOMRwifU>.

“забезпечення надійного та стабільного функціонування банківської і фінансової системи країни, а також максимальне забезпечення потреб оборони України, безперебійного функціонування системи державних фінансів та об’єктів критичної інфраструктури”¹.

НБУ заявив про неможливість здійснення монетарної політики у форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом в умовах високої невизначеності, спричиненої повномасштабними бойовими діями та зниженням дієвості ринкових інструментів. З метою підтримки безперебійного функціонування системи державних фінансів в умовах воєнного стану Національний банк України вдався до монетизації дефіциту державного бюджету і надав йому підтримку шляхом купівлі цінних паперів Уряду України на первинному ринку у обсязі 400 млрд грн². Одночасно НБУ заявив про наміри запобігати “послабленню *довіри до грошово-кредитної (монетарної) політики* та розбалансуванню очікувань”³. У міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи НБУ зобов’язався повернутися до режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом.

Від початку запровадження інфляційного таргетування цей режим пов’язувався з вільним плаванням обмінного курсу і будь-який який контроль за обмінним курсом вважався неприйнятним. Але потім було теоретично показано, що інфляційне таргетування є лише окремим випадком розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, яке включає взаємопов’язане забезпечення як внутрішньої (інфляція), так і зовнішньої (обмінний курс) стабільності (Гриценко, 2002). На практиці це проявилось, наприклад, у монетарних режимах Чилі та Ізраїлю під час поступового впровадження інфляційного таргетування. (Вишневська, 2016, с. 40). Існування режимів, що характеризуються як еклектичне, вибіркове або замасковане інфляційне таргетування (Вишневська, 2016, с. 29–30), також підтверджує більшу складність процесу забезпечення стабільності грошової одиниці порівняно з класичним розумінням інфляційного таргетування, особливо в умовах посилення невизначеності.

Загальна логіка розвитку режимів забезпечення стабільності грошової одиниці полягає в такому.

1. Фундаментальною основою стабільності грошової одиниці є довіра до неї. Але довіра залежить від багатьох чинників, які перебувають поза зоною спроможностей центральних банків. Тому останні знаходять підконтрольні їм інструменти, які достатньо тісно пов’язані з інфляцією, і демонструють суспільству спроможність за допомогою цих інструментів контролювати інфляцію, що ототожнюється з контролем за стабільністю грошової одиниці.

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>.

² Річний звіт Національного банку України за 2022 рік / Національний банк України. 2023. С. 24. URL <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2022-rik>.

³ Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>.

2. На цій основі спочатку застосовувався режим монетарного таргетування або в ряді випадків таргетування обмінного курсу, потім було здійснено достатньо масовий перехід до інфляційного таргетування.

3. У режимі інфляційного таргетування головним інструментом є ключова процентна ставка, за допомогою якої здійснювався вплив на попит на гроші та монетизацію економіки. Центральні банки виходять з необхідності дотримуватися правила “одна ціль – один інструмент”.

4. Однак в умовах дії дестабілізуючих чинників забезпечити чистоту монетарного таргетування не вдається. Доводиться застосовувати заходи, які адекватні конкретній ситуації, але не вписуються в діючі режими. Прикладом може слугувати монетарне пом'якшення в умовах кризи та пандемії COVID-19, яке взагалі суперечить ринковим підходам. Поступова актуалізація гнучкості інфляційного таргетування бере на себе функцію часткового пристосування до конкретних умов.

5. В умовах зростання невизначеності старі монетарні правила перестають бути адекватними ситуації і змушують владу щоразу обирати відповідне рішення.

6. У зв'язку з тим, що невизначеність перестає бути характеристикою окремого періоду, а перетворюється на загальну умову здійснення монетарної політики, виникає питання про те, чи існують певні правила, які дають змогу зберігати монетарну стабільність у цих умовах, чи це зумовлює необхідність щоразу шукати відповідь, яка не вписується в правила.

7. Наразі в напрямі адекватного розуміння новітніх змін у монетарній сфері зроблено лише перші кроки. А виклики центральним банкам виникають з усіх боків: нині більше 20 тис. криптовалют, котрі перебувають поза сферою впливу центральних банків, з'являються цифрові валюти центральних банків, все більше продукується інформаційно-мережевих благ, криві попиту та пропозиції яких суттєво відрізняються від кривих попиту і пропозиції звичайних товарів, виникає принципово нова ситуація стосовно попиту та пропозиції грошей і т. ін.

Завдання монетарної влади і центрального банку як її головного представника є двоєдиним: 1) забезпечити економіку грошима, необхідними для ринкової реалізації створеного продукту, 2) підтримувати стабільність грошової одиниці. Ці завдання внутрішньо суперечливі, бо, з одного боку, введення грошей в обіг для забезпечення реалізації створеного продукту розв'язує перше завдання, але у випадку порушення необхідної міри виникає інфляція і порушується стабільність грошової одиниці. З другого боку, надмірне обмеження емісії задля забезпечення стабільності грошової одиниці приводитиме до стримування економічного розвитку.

Ця суперечність, на жаль, не розкрита належним чином теоретично і не представлена формально в документах, що визначають монетарну політику. У ст. 99 Конституції України записано: “Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією центрального банку держави – Національного банку України”. У Законі України “Про Національний банк України” у ст. 6 констатується: “Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. При виконанні своєї основної функції Націо-

нальний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі”¹. Але стабільність грошової одиниці можна забезпечити і шляхом стримування випуску грошей в обіг, перешкоджаючи економічному зростанню.

В умовах невизначеності, пов’язаної з війною і періодом реконструктивного відновлення, виникає необхідність для НБУ перебудовувати свою монетарну політику таким чином, аби забезпечити суб’єктів господарювання достатньо дешевими грошима при відносно високій інфляції, що можна зробити шляхом створення спеціальних механізмів введення в обіг грошей через створені інститути розвитку і зв’язування їх у національних проектах, що передбачають мобілізацію матеріальних ресурсів для виробництва необхідної продукції і монетизацію попиту на неї. Поки що таких механізмів в Україні не існує, і їх не може бути в межах старої монетарної парадигми.

Необхідний також свідомий перехід до монетарного режиму розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, яке включає контроль за взаємопов’язаною динамікою інфляції та обмінного курсу. Насамперед слід визначитися зі змістом стабільності грошової одиниці. Стабільність завжди є відносною величиною, тобто вона включає зміни в певних параметрах. Наприклад, інфляція в межах 2 % у розвинутих країнах вважається такою, що відповідає критеріям стабільності грошової одиниці. Варто також спиратися на розуміння вартісної основи цінової динаміки і не залишатися тільки в межах функціональних залежностей, в яких вартість проявляється зовні.

З урахуванням цього *стабільність грошової одиниці* можна визначити як відносну незмінність вартості, представлену грошовою одиницею в обігу і виражену зовні в купівельній спроможності грошей. Стабільність грошової одиниці має внутрішню складову, яка вимірюється рівнем інфляції, і зовнішню складову, котра вимірюється динамікою обмінного курсу. Завдання забезпечення стабільності грошової одиниці можна вважати виконаним, якщо забезпечена внутрішня й зовнішня стабільність. І, навпаки, якщо, наприклад, інфляція є помірною, а обмінний курс зріс у рази, то завдання забезпечення стабільності грошової одиниці не можна вважати виконаним. Плаваючий обмінний курс в умовах таргетування інфляції тут не є запобіжником.

Внутрішня і зовнішня стабільність є взаємопов’язаними складовими, які, у свою чергу, пов’язані з макроекономічною динамікою і доходами населення, що повинне враховуватися в монетарній політиці та бути представлене в їх визначенні. Зважаючи на це, *стабільність цін на товари і послуги* можна визначити як рівень інфляції, який забезпечує прогностичні темпи економічного зростання, підвищення реальних доходів населення і є скоординованим з динамікою ВВП і обмінного курсу національної валюти. Забезпечити таку стабільність – зовсім не те, що просто досягти запланованого рівня інфляції безвідносно до темпів зростання, доходів населення і обмінного курсу. Це завдання набагато складніше, і для його виконан-

¹ Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.

ня потрібні тісна співпраця і скоординовані дії уряду і центрального банку. Така співпраця є за своєю суттю сумісно-розділеною діяльністю, яка лежить в основі людського і суспільного розвитку (Гриценко, 2005, с. 51–56).

З урахуванням викладених вимог **стабільність обмінного курсу національної валюти** можна визначити як його незмінність або таку динаміку, що скоригована з рівнем внутрішньої інфляції та забезпечує рівновагу платіжного балансу. Відповідно до такого підходу забезпечення стабільності грошової одиниці як ціль монетарної політики включає вплив за допомогою відповідних інструментів на динаміку цін на товари і послуги (інфляцію/дефляцію) і обмінний курс (девальвацію/ревальвацію). Здійснюється все це з урахуванням макроекономічної і фінансової динаміки. До основних макроекономічних параметрів, пов'язаних з монетарною політикою, належать ВВП, зайнятість та інфляція, до яких додаються ще два показники (переважно фінансового характеру): збалансованість державного бюджету та платіжний баланс.

Таргетувати стабільність грошової одиниці в різних макроекономічних та інституційних умовах можна по-різному. В умовах тісного зв'язку динаміки монетарних агрегатів з інфляцією можна застосовувати монетарне таргетування. Нині таких умов немає. Якщо економіка перебуває у збалансованому стані, то забезпечення стабільності грошової одиниці можна звести до таргетування одного показника. Найбільш придатним для цього є показник рівня інфляції. Всі інші параметри реагують на застосування інструментів таргетування інфляції згідно з усталеними зв'язками.

Але якщо економіка є незбалансованою і зростає невизначеність макроекономічної динаміки та її складових, необхідним стає розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці на основі сумісно-розділеного впливу на її складові (інфляцію і динаміку обмінного курсу). Цей підхід можна представити схемою (рис. 13.5).

Таким чином, розгорнуте (сумісно-розділене) таргетування стабільності грошової одиниці є загальною стратегією забезпечення монетарної стабільності, а таргетування інфляції, обмінного курсу, монетарне таргетування є згорнутими

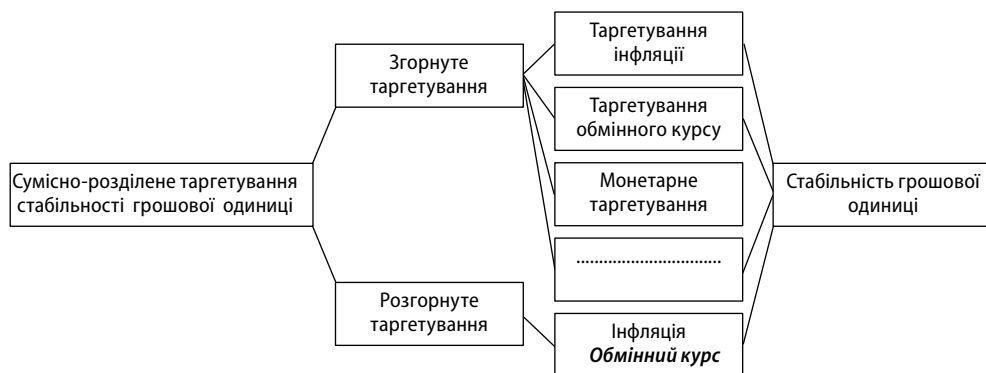


Рис. 13.5. Сумісно-розділене таргетування стабільності грошової одиниці

Джерело: [38, с. 21].

формами реалізації цієї стратегії в умовах загальної збалансованості економіки. Запропонований підхід дає можливість дати кількісну оцінку стабільності грошової одиниці. Інфляція вимірює рівень нестабільності (зміни представлені грошовою одиницею вартості). Якщо розраховувати нестабільність грошової одиниці як середньозважену величину цінової і валютно-курсової нестабільності, то отримаємо загальну нестабільність:

$$N = \frac{i * W + e * C}{W + C},$$

де N – нестабільність грошової одиниці; i – інфляція/дефляція; e – девальвація/ревальвація; W – роздрібний товарооборот; C – обсяг продажу валюти.

Такий підхід дає можливість розрахувати як загальну нестабільність грошової одиниці і для країни, і для фізичних осіб та окремого суб'єкта господарювання, враховуючи відмінність між дефлятором ВВП та індексом споживчих цін, офіційним і готівковим обмінним курсом, обсягами продажу валюти на міжбанківському й готівковому ринках та вміст кошиків національної та іноземної валюти в кожного суб'єкта господарювання. Розрахунки показника загальної нестабільності грошової одиниці та нестабільності грошової одиниці для фізичних осіб за період з 2000 року до нинішнього часу дають наступні результати (таблиця 13.8).

Таблиця 13.8

Показники нестабільності національної грошової одиниці України

Період	Дефлятор ВВП %	Інфляція середньорічна (товари і послуги) %	Девальвація/ревальвація офіційного обмінного курсу %	Девальвація/ревальвація готівкового обмінного курсу %	Загальна нестабільність грошової одиниці (Н) %	Нестабільність грошової одиниці для фізичних осіб (Нф) %
2000	23,12	28,2	31,71	31,66	27,31	28,90
2001	9,95	12	-1,25	-2,01	4,54	9,70
2002	5,12	0,8	-0,85	-1,28	2,29	0,48
2003	8,0	5,2	0,11	0,65	3,96	3,30
2004	15,16	9	-0,25	-1,21	6,72	2,99
2005	24,5	13,5	-3,66	-3,61	10,00	3,62
2006	13,7	9,1	-1,46	-1,48	6,72	2,64
2007	22,7	12,8	0,00	-0,19	11,51	4,56
2008	28,6	25,2	4,30	3,57	16,02	12,57
2009	13,0	15,9	47,92	54,41	32,18	37,23
2010	13,8	9,4	1,85	-1,68	7,32	3,32
2011	14,3	8	0,4	0,55	5,19	4,03

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 13.8

Період	Дефлятор ВВП %	Інфляція середньорічна (товари і послуги) %	Девальвація/ ревальвація офіційного обмінного курсу %	Девальвація/ ревальвація готівкового обмінного курсу %	Загальна нестабільність грошової одиниці (Н) %	Нестабільність грошової одиниці для фізичних осіб (Нф) %
2012	8,1	0,6	0,29	1,17	2,26	0,85
2013	3,1	-0,3	0,03	0,74	0,74	0,12
2014	15,9	12,1	48,71	47,48	38,96	21,73
2015	38,9	48,7	83,77	88,71	65,71	53,56
2016	17,1	13,9	16,97	13,59	17,03	13,85
2017	22,1	14,4	4,09	3,36	14,36	10,24
2018	15,8	10,9	2,27	1,86	9,20	6,78
2019	8,1	7,9	-4,98	-4,86	1,26	1,63
2020	10,3	2,7	4,3	4,32	6,99	3,49
2021	24,8	9,4	1,22	1,17	12,05	5,11
2022	34,3	20,2	18,53	30,60	30,10	25,00

Розраховано та складено автором.

Аналіз наведених даних свідчить про некоректність в умовах нестабільності та криз суджень про стабільність грошової одиниці лише на основі інфляції. Держава, суб'єкти господарювання і населення мають у своїх кошиках (заощадженнях) як національну, так і іноземну валюту (переважно долар США і євро). І якщо динаміка інфляційних показників і обмінного курсу суттєво відрізняється (а це буває в період криз, обвалів валютних курсів тощо), то фінансові та економічні наслідки для суб'єктів з різними кошиками національної та іноземних валют також досить різні. Наприклад, у 1999 р. індекс споживчих цін дорівнював 22,7 %, а девальвація обмінного курсу – 81,75 %. Чи можна в таких умовах стверджувати, що нестабільність грошової одиниці дорівнює 22,7 %? Звичайно, ні. Це буде дуже некоректне спрощення, яке не враховує зовнішню нестабільність. Якщо людина вирішила поїхати в туристичну поїздку за кордон, де використовується іноземна валюта, то їй це коштуватиме в 1,8 разів дорожче, чим це було до девальвації, коли вона зробила ці заощадження. Така ж ситуація була у кризових 2009, 2014–2015 рр., у воєнному 2022 р.

Привертає увагу відмінність у співвідношеннях динаміки загальної нестабільності та нестабільності грошової одиниці для фізичних осіб. У роки відносно стабільної макроекономічної динаміки нестабільність грошової одиниці для фізичних осіб є меншою, а в роки зміни трендів (переходу від падіння до зростання, в період криз) – більшою. Так було при переході від падіння до зростання у 2000–2001 рр.,

під час кризи 2009 р., під час пандемії COVID-19. У 2022 р. в умовах війни цього не відбулося завдяки всебічній підтримці ЄС і світової спільноти.

Враховуючи, що перехід до інформаційно-мережевої економіки, загострення суперечностей, зростання нестабільності та посилення невизначеності економічного розвитку у період пандемії, глобальної економічної рецесії та воєнних дій стають новою реальністю, виникає необхідність переходу до режиму **розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці** як основи розв'язання завдань підтримання довіри бізнесу та населення до національної грошової одиниці, монетарних інститутів та влади, чинника мінімізації ризиків і забезпечення монетарної та фінансової стійкості України.

13.7. Заходи мінімізації ризиків, які виникають у зв'язку з модифікацією монетарної політики у відповідь на новітні загрози (зокрема пандемію COVID-19)

Виходячи з результатів ідентифікації та оцінки ризиків, які виникають у зв'язку з модифікацією монетарної політики у відповідь на новітні загрози (включаючи пандемію COVID-19 тощо), важливим є аналіз закордонного досвіду мінімізації основних (найбільш загрозливих) макроекономічних та спеціальних фінансових ризиків, а також ризиків оперативної діяльності центрального банку як основного органу монетарної політики в умовах надзвичайної ситуації. З огляду на результати аналізу та специфіку економічної системи України, доцільно розробити конкретні пропозиції щодо мінімізації згаданих ризиків у національних умовах України. Зокрема, йдеться про можливі дії не тільки НБУ та провідних (системних) комерційних банків, а й інших установ та органів державного управління.

Найбільша загроза для глобальної економіки в період пандемії виникає внаслідок **ризиків стагляфії**, який пов'язаний з помірно високою ймовірністю і може перейти в **ризик економічної кризи**, який трохи менш імовірний, але має більшу руйнівну силу (див. розділ 8).

З метою уникнення або мінімізації негативних наслідків стагляфії можна використовувати різні підходи, які полягають у покращанні політики пропозиції, зосередженні на рестрикційній монетарній політиці та розробленні механізмів *ринкового* контролю цін. Пропозиція може бути збільшена, наприклад, за рахунок підвищення загальної продуктивності факторів виробництва. Монетарна політика, яка передбачає підвищення центральними банками процентних ставок, також може бути досить дієвим інструментом стримування впливу інфляції при наявності дієвого трансмісійного механізму. Ще однією альтернативою є система цінового контролю, коли уряд або місцева влада встановлюють стандарти і правила, за допомогою яких політика контролю цін допомагає регулювати ціноутворення на товари та послуги.

Водночас, як засвідчують деякі серйозні дослідження (Lepetit, & Fuentes-Albero, 2022), монетарна політика загалом виявляється менш ефективною під час пандемії, ніж у звичайний час. Справа в тому, що ймовірність переходу інфекції від здорово-

го до хворого (інфікованого) залежить від споживання домогосподарств і рішень щодо пропозиції робочої сили. Під час пандемії люди повинні збалансувати переваги використання різних можливостей з ризиком захворіти. У результаті зниження реальних процентних ставок є менш ефективним для підтримки економічної активності, ніж у звичайний час.

Три фактори стагфляції (повільне зростання, вищий рівень безробіття та інфляція) посилюють загальні труднощі. Якщо влада намагається контролювати один фактор, то це може посилити негативний вплив інших чинників. Це означає, що якщо намагатися активізувати економічну діяльність, то це може збільшити інфляцію.

Звісно, повномасштабне вторгнення російських військ в Україну 24 лютого 2022 року лише посилює дію згаданих факторів. На це звернули увагу експерти Світового банку в доповіді “Глобальні економічні перспективи”¹. “Війна в Україні, карантини в Китаї, перебої в ланцюгах поставок і ризик стагфляції гальмують зростання. Багатьом країнам буде важко уникнути рецесії”, – заявив президент Світового банку Д. Малпасс. “Ринки дивляться вперед, тому необхідно терміново стимулювати виробництво та уникати торговельних обмежень. Зміни у фіскальній, монетарній, кліматичній та борговій політиці необхідні для протидії неправильному розподілу капіталу та нерівності”². Відносно економік, що розвиваються, то їм рекомендовано збалансувати потребу в забезпеченні фіскальної стабільності з необхідністю пом’якшити наслідки сьогоденних криз, що накладаються одна на одну, на їхніх найбільш вразливих громадян.

Звіт Світового банку підкреслює необхідність рішучих глобальних і національних політичних дій, щоб запобігти найгіршим наслідкам пандемії та війни в Україні для світової економіки. На тлі вищої інфляції, нижчого зростання, жорсткіших фінансових умов і обмеженого простору у фіскальній політиці урядам доведеться змінити пріоритети витрат на цільову допомогу вразливим верствам населення³. Стурбовані зростанням інфляційних очікувань, більшість країн з висхідними ринками та країн, що розвиваються, які таргетують інфляцію, почали посилювати монетарну політику набагато раніше, ніж країни з розвинутою економікою (деякі з них уже наприкінці 2020 р.). Таким чином, неправильне посилення монетарної політики відбувається задовго до завершення економічного відновлення після пандемії, що сповільнює повернення до повної зайнятості⁴.

Центральні банки в усьому світі стикаються з важкими компромісами, щоб припинити підтримку фіскальної політики. У багатьох країнах, що розвиваються, посилення жорсткості монетарної політики відбувається на тлі значного скорочення виробництва та низької зайнятості, пов’язаних із COVID-19. Тоді як надто

¹ Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, 2022. 145 p.

² Річний звіт Національного банку України за 2022 рік / Національний банк України. 2023. С. 24. URL <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2022-rik>.

³ World Bank Press Release. Stagflation Risk Rises Amid Sharp Slowdown in Growth / World Bank. 2022. June 7. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/06/07/stagflation-risk-rises-amid-sharp-slowdown-in-growth-energy-markets>.

⁴ Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, 2022. 145 p.

швидке посилення монетарної політики може зірвати все ще крихке економічне відновлення, надто повільне посилення монетарної політики може потенційно закріпити інфляційні очікування¹.

На тлі погіршення перспектив зростання та доти, доки інфляцію не буде знову приборкано, країнам, з ринками, що розвиваються, можливо, доведеться пристосуватися до дорожчих запозичень. Цим країнам потрібні будуть і ширші політичні зусилля, спрямовані на захист найбільш вразливих верств населення, зміцнення основ фінансової, монетарної політики та покращення управління боргом.

Монетарна політика в країнах з ринками, що розвиваються, вимагатиме ретельного калібрування, надійного формулювання та чіткої комунікації. Ключовим буде калібрування важелів політики, щоб випередити інфляцію, не стримуючи відновлення економік. Політикам необхідно буде вживати зусиль щоб інфляційний тиск не вилився в дестабілізуюче підвищення заробітної плати та витрат виробництва. Органам монетарної влади необхідно відновити резерви в іноземній валюті та змінити пруденційну політику, щоб підготуватися до потенційного фінансового стресу².

Водночас серед фінансових ризиків найбільшу небезпеку становлять ризики ліквідності та наступного дефолту, які при поширенні своєї дії на певну кількість фінансово-банківських установ (особливо системоутворюючих) можуть призвести до системної кризи. Щоб зменшити кредитні ризики необхідно усунути значні недоліки в регулятивній та наглядовій системах, що особливо є характерними для пострадянських країн. Перехід до нагляду на основі оцінки ризиків ще триває, а існуючі вади пов'язані, наприклад, з практикою кредитування пов'язаними сторонами або поганим корпоративним управлінням, бухгалтерським обліком і стандартами андеррайтингу (Азербайджан, Казахстан, Киргизька Республіка, Таджикистан, Узбекистан).

Деякі банківські системи пост-радянських країн є вразливими до процентних ризиків, головним чином через суверенні борги. Найуразливішими є великі та державні банки: показники фінансової стійкості держбанків в Узбекистані, Таджикистані, Азербайджані та Киргизькій Республіці загалом гірші, ніж приватних банків (Teodoru, & Akeranidaworn, 2022).

Крім того, як засвідчує дослідження консалтингової компанії McKinsey, звичайні джерела даних, які зазвичай використовуються для оцінки кредитних ризиків, втрачають актуальність (Koulourid, 2020). Криза виступила як потужний екзогенний шок наприкінці переважно сприятливого глобального кредитного циклу. Тому дані шести- чи дванадцятимісячної давності, на які кредитори покладалися в минулому, перестали бути корисними для оцінки стійкості окремих позичальників. У таких умовах зростає цінність креативних підходів до отримання та використання високочастотних даних.

¹ Inter-agency Task Force on Financing for Development, Financing for Sustainable Development Report 2022 / United Nations. New York: United Nations, 2022. P. XIV, 4–9. 190 p. URL: <https://developmentfinance.un.org/fsdr2022>.

² Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, 2022. 145 p.

Нові підходи до управління кредитними ризиками дають банкам можливість формувати свою культуру та репутацію на найближчі роки. Більшість із них використовують механізми кредитування, що поєднують галузевий погляд з аналізом даних. Перехід до аналізу даних відбувався під час відновлення після локдаунів, і надалі банки зберігали ці підходи до передачі даних, які забезпечували кращий, своєчасніший і більш диференційований кредитний андерайтинг і моніторинг. Відновлення після локдаунів, таким чином, діяло як каталізатор швидшого впровадження нових методів, важливість яких для банків важко переоцінити.

Дослідження групи вчених з Канади, Китаю та США (Duan et al., 2021) також засвідчують, що великі банки зі значним кредитним портфелем, з високим відношенням кредитів до активів і недостатньо капіталізовані демонструють вищий системний ризик. Одночасно стверджується, що страхування депозитів та наявність іноземних та державних банків допомагають зменшити системний ризик серед банків. Крім того, країни з більшою дистанцією влади (тобто з меншою залежністю населення від дій влади), уникненням невизначеності, довгостроковою орієнтацією та довірою суспільства більше здатні протистояти впливу пандемії на системні ризики.

За таких умов МВФ рекомендує, щоб центральні банки мали чітку структуру управління ризиками, яка включатиме управління безперервністю бізнесу (business continuity management, BCM)¹. Такий підхід включатиме конкретні політики та інструменти для нівелювання фінансових і нефінансових ризиків (тобто операційних, юридичних і репутаційних ризиків), а також забезпечення чітких і ефективних ліній підзвітності та структури прийняття рішень.

Центральні банки повинні регулярно оновлювати й тестувати свої плани забезпечення безперервності діяльності та аварійного відновлення. За даними МВФ, на момент початку пандемії коронавірусу більшість центральних банків мали повні плани забезпечення безперервності бізнесу з детальними процесами та засобами контролю, тоді як інші – лише окремі частини таких планів (зокрема, ІТ та платіжні системи), щоб пом'якшити вплив збоїв у роботі центрального банку на фінансовий сектор. Однак слід ураховувати, що будь-яке порушення критичних функцій центрального банку, наприклад, функціонування системно важливих платіжних систем (Systemically important payment systems, SIPS), може підірвати надання фінансових послуг і потенційно мати несприятливі наслідки для фінансової стабільності та довіри до техногенних катастроф.

Таким чином, центральні банки повинні створити надійну структуру управління операційними ризиками під час пандемій та інших надзвичайних ситуацій, включаючи створення спеціального комітету, який має аналізувати операційні наслідки, вживати реагуючих заходів у центральному банку, а також координувати підготовку та дії з ключовими внутрішніми та зовнішніми зацікавленими сторонами (особли-

¹ Central Bank Operational Risk Considerations for COVID-19 / IMF. 2020. P.1–4. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-central-bank-operational-risk-considerations-for-covid-19.ashx>.

во з урядом, іншими регуляторними органами й організаціями). До Комітету повинні входити посадові особи, які приймають рішення, і представники відповідних департаментів ЦБ (включаючи управління ризиками, внутрішній аудит, ІТ, безпеку, зв'язок/прес-службу та кадрову службу). Комітет може (залежно від законодавчої бази) також залучати невиконавчих посад або членів наглядового органу. Вважаємо за необхідне підкреслити, що, на нашу думку, наявність комітету (як і інших заходів забезпечення безперервності бізнесу) є виправданою не тільки в умовах пандемії і воєнного стану, тому він мав би бути постійно діючою структурою.

Звісно, приділяючи належну увагу питанням власного функціонування, водночас центральний банк повинен не забувати головну мету свого існування і цілі свого мандату щодо регулювання фінансово-банківського ринку. В цьому контексті доречним видається звернутися до досвіду Банку Англії, який запустив “загально-системні дослідницькі сценарії”, щоб зрозуміти поведінку ринку (Das, 2023). Більш глибоке розуміння ринкової динаміки підвищить довіру громадськості, і інші центральні банки, ймовірно, наслідуватимуть цей приклад.

Висновки до розділу 13

Мінімізація макрофіскальних ризиків пролягає через підтримку макроекономічних пропорцій, сприятливих для економічної стабільності та економічного росту. Для цього доцільно оцінювати систему похідних показників – відношення доходів кругообігу та їх використання в секторі національної економіки (валова додана вартість, оплата праці, валові прибутки, валовий національний продукт, валовий наявний дохід, валові заощадження, чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-), кінцеві споживчі витрати, валове нагромадження основного капіталу тощо) до утворюваного ВВП. Вказані похідні показники варто оцінювати за допомогою статистичних оцінок (середнє, варіація, стандартне відхилення, кут нахилу тощо) для досліджуваного періоду. Оцінювання також може бути проведено візуально (із застосуванням графіків і динамічних рядів), із застосуванням засобів MS Office Excel (оцінка за допомогою трендів та ін. оцінок), статистичних методів.

Порівняльні дослідження між країнами на єдиній методологічній основі (класифікації і дефініції системи національних рахунків) дають змогу визначити сильні й слабкі сторони економічного кругообороту порівнюваних країн. Для отримання змістовних висновків досліджено особливості обороту і формування доходів економіки України та Німеччини. Встановлено, що важливим чинником економічної стабільності і зменшення макрофіскальних ризиків є зростання частки заощаджень та інвестицій до ВВП, тобто формування внутрішньої основи стабільності та економічного росту. Наслідком цього стане й розширення бази доходів державного бюджету та зменшення його дефіциту.

Основою фіскальної стійкості є стійкість функціонування реального сектору економіки. При її забезпеченні важливу роль відіграють підприємства критичної інфраструктури, їх ресурсна спроможність та забезпечення належного захисту в умовах ведення бойових дій. Формування сучасної системи захисту таких підприємств має здійснюватися з урахуванням накопиченого досвіду і нових під-

ходів держав-членів ЄС. Імплементація положень Директиви (ЄС) 2022/2557 від 14.12.2022 допоможе впорядкувати перелік підприємств, установ і закладів критичної інфраструктури, провести оцінку ризиків таких об'єктів, унормувати заходи для підвищення їхньої стійкості відповідно до вимог *acquis* Європейського Союзу.

Функціонування стійкої економіки України можливе лише в умовах міцної тривалої безпеки, яку гарантують розвинуті держави демократичного світу. Країни G7 на саміті НАТО у Вільнюсі погодили рамковий документ щодо гарантій безпеки для України – Спільну декларація про підтримку України (12 липня 2023 р.). Це поки що не конкретні параметри гарантій безпеки, а лише їхня рамка, котра має бути втілена в конкретні двосторонні договори з метою правової формалізації підтримки через конкретні безпекові зобов'язання. Наразі жоден з таких двосторонніх договорів не укладено.

Зростання економіки може прискоритися за реалізації масштабних проєктів відбудови. Водночас найсуттєвіший позитивний вплив на економічний розвиток може мати швидше, ніж очікується, зниження безпекових ризиків. Зменшення останніх дасть змогу відновити оптимальні логістичні шляхи, розширити виробництво і експорт, наростити масштаби інвестування. Вагому роль у стимулюванні економіки й надалі відіграватиме м'яка фіскальна політика – дефіцит бюджету залишатиметься значним через потреби в підтримці обороноздатності й економічного відновлення.

У середньостроковій перспективі для покриття фінансових потреб уряду необхідним є залучення планових обсягів зовнішнього фінансування, збільшення державних запозичень на внутрішньому ринку, підвищення рівня податкових надходжень до бюджетів і раціоналізація непriorитетних видатків держави. Досягнення значного і тривалого зниження боргового навантаження вимагає глибокої реструктуризації боргу та її поєднання із заходами бюджетної консолідації й структурних реформ.

Комплексний аналіз боргової стійкості України свідчить про те, що досягнення стабільної боргової ситуації в середньостроковому періоді вимагає, по-перше, реструктуризації зовнішнього державного боргу комерційним та офіційним двостороннім кредиторам із застосуванням щонайменше 60 % дисконту до номіналу боргових зобов'язань. По-друге, необхідним є залучення адекватних обсягів зовнішнього офіційного фінансування Урядом України.

На найближчі роки і середньострокову перспективу перед Україною стоїть завдання і суттєвого посилення грантового компонента фінансової підтримки від партнерів. Наші розрахунки показали, що для відновлення боргової стійкості й наближення розміру державного боргу України до цільового рівня 60–70 % ВВП необхідним є підвищення частки грантів щонайменше до 40 % у 2024 р. і до 50% у 2025–2026 рр. Внески для підтримки України у формі грантів можуть надавати уряди країн-союзниць на двосторонній основі або через трастовий фонд Світового банку. На багатосторонній основі гранти можуть надходити від ЄС через фонди солідарності та цільовий фонд “Rebuild Ukraine”, сформовані із бюджету ЄС. Для

Україні досить бажаним є варіант поетапної інтеграції в ЄС (staged accession), що реалізуватиметься через допуск України до різних структурних програм і програм солідарності ЄС.

Для розв'язання окреслених завдань і впровадження бюджетної консолідації українська держава може реалізувати такі важливі кроки у податковій сфері в пост-воєнний період: 1) запровадити прогресивну шкалу оподаткування доходів фізичних осіб з верхньою ставкою на рівні 30–35 % для посилення справедливості податкової системи й мобілізації додаткових доходів; 2) відмовитися від планів радикального зниження ставок податків за сценарієм “10-10-10”, що призвело б до кардинального зменшення доходів бюджету і підірвало б довіру до України з боку міжнародних партнерів; 3) розширити податкову базу та підвищити ставки ресурсних і екологічних податків (особливо рентної плати за користування надрами), які в Україні зараз є в рази нижчими, ніж в інших європейських країнах.

У період війни та післявоєнної відбудови значних сум бюджетних видатків потребуватимуть такі напрями діяльності держави: відбудова та модернізація фізичної інфраструктури, зокрема транспортної та енергетичної; соціальна реабілітація постраждалих від війни і відновлення соціальних закладів; ремонт і реконструкція житлового фонду; відбудова мережі закладів освіти та охорони здоров'я, оптимізованих для нових потреб; відновлення та модернізація промислових потужностей і створення робочих місць; відбудова пошкоджених аграрних об'єктів, розмінування та рекультивация земель; розширення виробничих потужностей і державних замовлень для ВПК. Кожен із цих напрямів потребує чіткої пріоритизації та максимально ефективного використання державних коштів. Зокрема, у частині видатків на освіту та охорону здоров'я та їх компонента – інвестицій у нові заклади і ремонт пошкоджених споруд – слід урахувувати довгострокові тенденції руху населення, спричинені війною, й пристосувати державні інвестиції до нових потреб споживачів послуг (їх територіального розміщення). Правильно спланована за часом (наприклад, під час економічного зростання) і належним чином структурована бюджетна консолідація, з включенням як податкових, так і видаткових інструментів, може стати досить дієвим засобом для досягнення тривалого зниження рівня державного боргу.

Уряду варто зосереджувати зусилля і на формуванні сучасних інститутів управління державними фінансами, покликаних забезпечити досягнення високої результативності державних видатків (середньострокового бюджетного планування, програмно-цільового бюджетування, управління державними інвестиціями, посилення фіскальної транспарентності).

Нині в Україні на порядку денному реформ стоять завдання оцінки фіскальних наслідків головних видів фіскальних ризиків, деталізації звіту про фіскальні ризики та умовні зобов'язання, а також вдосконалення інституційного забезпечення процесів моніторингу і управління фіскальними ризиками.

Міжнародні стандарти транспарентності у сфері фіскальних ризиків в Україні виконуються лише на мінімальному рівні. Надалі в частині державних гарантій за

кредитами до складу звіту про фінансові ризики та умовні зобов'язання необхідно було б включати такі дані та роз'яснення:

- опис сутності кожної з діючих державних гарантій, підприємств-бенефіціарів, передбачуваної мети реалізації відповідного проєкту і терміну надання державної гарантії;
- прогноз обсягів надання нових державних гарантій у плановому році і пояснення доцільності надання нових гарантій за кожною з програм та по кожному з бенефіціарів;
- імовірну величину фінансового ризику державних гарантій або ймовірних фінансових витрат на виконання гарантованих зобов'язань;
- фактичні платежі уряду за індивідуальними гарантіями та програмами державних гарантій, що здійснені в останні роки;
- фактичні виплати за гарантіями у звітному періоді, виникнення фінансових вимог уряду до бенефіціарів гарантій, які не виконали своїх зобов'язань перед кредиторами, і випадки відмов уряду від таких вимог;
- прогнозну величину будь-яких інших виплат і відшкодувань, пов'язаних з гарантованими зобов'язаннями, у випадку пред'явлення гарантій до оплати, поряд з планованими асигнуваннями на задоволення очікуваних вимог за гарантованими кредитами.

Наявність деталізованої інформації щодо очікуваних результатів від реалізації визначених програм/ проєктів та потенційних бюджетних втрат при настанні гарантійних випадків має стати основою для прийняття виважених державних рішень щодо надання кредитних гарантій урядом.

Сучасний світ характеризується зростанням нестабільності та невизначеності економічної динаміки, що обумовлено низкою факторів, найбільш важливими серед яких є суперечності формування інформаційно-мережевої економіки; розгортання кризових явищ, пов'язаних з пандемією COVID-19, війною росії проти України та кліматичними змінами. Зростання невизначеності суттєво впливає на динаміку довіри та її взаємозв'язок з макроекономічними, монетарними і фінансовими параметрами.

Аналіз взаємозв'язку довіри і монетарної стабільності в умовах пандемії COVID-19 і війни росії проти України показує надзвичайно важливу роль дій владних структур, зокрема монетарної та фінансової влади, у підтриманні довіри населення і суб'єктів господарювання в умовах посилення ризиків і економічної невизначеності. Навіть наочна і зростаюча диспропорційність економіки може поєднуватися із збереженням довіри, якщо економічні параметри, що стосуються безпосередньо життя людей, залишаються відносно стабільними, а влада демонструє суспільству здатність контролювати ситуацію. Однак така ситуація не є типовою для довгострокового періоду, бо в цьому випадку працює ефект відсутності ризиків на майбутнє, що в кінцевому підсумку може мати катастрофічні наслідки.

В умовах зростання невизначеності та монетарно-фінансових ризиків режим таргетування інфляції стає неадекватним економічній ситуації, так як передбачає

дотримання ряду умов, що характеризують пропорційність і збалансованість економіки, якої не існує в умовах невизначеності та кризової динаміки. Тому актуальним стає перехід до розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, в якому інфляція (внутрішня стабільність) контролюється у взаємозв'язку з динамікою обмінного курсу (зовнішня стабільність) і яке має стати базовим інструментом забезпечення довіри і монетарної та фіскальної безпеки в умовах зростання невизначеності та ризиків, пов'язаних з дією дестабілізуючих чинників. Разом із тим структурована і збалансована за всіма складовими монетизація економіки є необхідною умовою монетарної безпеки і стійкості економічного розвитку. Для досягнення цього необхідним є сумісно-розділене фіскальне та монетарне таргетування, початковою основою якого є забезпечення стабільності грошової одиниці.

Подальші дослідження необхідно сконцентрувати на визначенні кількісних параметрів таргетування стабільності грошової одиниці та допоміжних інструментів впливу на монетарно-фіскальні чинники економічної динаміки.

Вторинні наслідки COVID-кризи, такі як порушення ланцюгів постачань, інфляційний тиск і підвищення процентних ставок, а також різноманітні коливання валют продовжували впливати на економіку у 2022–2023 рр. Тим більше, що руйнівна сила пандемії коронавірусу в Україні та світі наклалася на ще більші загрози, зумовлені повномасштабним вторгненням російських військ в Україну. В умовах модифікації фінансового середовища і монетарних умов Уряду і Національному банку слід реалізувати комплекс заходів, спрямованих на мінімізацію макрофінансових та фіскальних ризиків в Україні.

Для мінімізації ризиків стагфляції та економічної кризи:

- Національному банку України:
 - використовувати більш гнучку практику встановлення ключової процентної ставки з урахуванням як інфляційної цілі, так і цілі підтримання економічного зростання (для чого задіяти механізм постійних консультацій з Урядом);
 - підвищити рівень комунікації з учасниками ринку в питаннях підготовки та реалізації монетарної політики (постійна практика публікації протоколів засідань Ради та Правління НБУ з питань монетарної політики, щомісячні брифінги керівників Нацбанку, проведення спільних конференцій за участі українських вчених-економістів та представників ділових кіл тощо);
 - відновити практику постійних консультацій з Експертною радою Ради НБУ;
- Кабінету Міністрів України:
 - розробити загальнонаціональну програму стимулювання підвищення продуктивності праці.

Для мінімізації специфічних фінансових ризиків:

- Кабінету Міністрів України:
 - підготувати схему державних кредитних гарантів для критично важливих галузей економіки на випадок виникнення екстрених ситуацій;
 - вжити дієвих заходів для забезпечення активізації діяльності Експортно-кредитного агентства в частині страхування геополітичних ризиків та гео-

графічного охоплення і суттєвого збільшення обсягів фінансової підтримки експортерів.

- Національному банку України:

- запровадити певні регуляторні послаблення для кредитно-фінансових установ, щоб підтримати потік кредитів в економіку;
- забезпечити перехід до пруденційного нагляду за банківськими установами на основі оцінки ризиків;
- вимагати від комерційних банків: коригування практики використання скорингової системи в екстрених умовах з урахуванням індивідуального підходу (щоб уникнути надлишкового обмеження кредитування з одночасним врахуванням загострення фінансових ризиків), а також прозорого та своєчасного звітування про якість кредитів і непрацюючі кредити, доступного для інвесторів та вкладників з тим, щоб можна було вжити оперативних коригувальних заходів;

- Національній Комісії з цінних паперів та фондового ринку України:

- забезпечити обіг на фондовому ринку України вітчизняних інструментів хеджування фінансових ризиків (зокрема, кредитних дефолтних свопів, валютних опціонів та свопів тощо).

Для мінімізації операційних ризиків:

- Національному банку України:

- створити чітку структуру управління ризиками, яка включатиме управління безперервністю бізнесу (BSM) та ситуаційний комітет (який повинен стати постійно існуючою структурою центрального банку).

ОБҐРУНТУВАННЯ КОМПЛЕКСУ ЗАХОДІВ ЩОДО ПРОТИДІЇ РОЗМИВАННЮ ПОДАТКОВОЇ БАЗИ ТА ВИВЕДЕННЮ ПРИБУТКУ З-ПІД ОПОДАТКУВАННЯ, ФОРМУВАННЯ НА НАЦІОНАЛЬНОМУ РІВНІ ІНСТИТУЦІЙНИХ УМОВ ЗАПОБІГАННЯ АГРЕСИВНОМУ ПОДАТКОВОМУ ПЛАНУВАННЮ

14.1. Удосконалення управління змінами у сфері протидії розмиванню податкової бази з урахуванням складових загроз фінансовій безпеці (фіскальна та монетарна сфери)

Загрози посилення дисбалансів національної економіки: ускладнення постпандемічних явищ унаслідок російського повномасштабного вторгнення в Україну на економіку країни, динаміка стану податкових надходжень та їхньої структури. Постпандемічний період в Україні ускладнений унаслідок повномасштабного вторгнення РФ. Пригнічення економічних процесів під час пандемії істотно вплинуло на стан бюджетних надходжень, що супроводжувалося зміною економічної активності в різних секторах національної економіки. На тлі наслідків пандемії ризики ухилення від сплати податків і розмивання податкової бази посилюють тенденцію зниження надходжень до державного бюджету, що обмежує здатність уряду фінансувати соціальні програми, інфраструктурні проекти та інші ініціативи, спрямовані на постковідне відновлення економіки. Водночас воєнний конфлікт у разі примножив зростання бюджетного дефіциту у зв'язку з додатковими видатками на оборону й відновлення постраждалих територій, що збільшує тиск на фінансову стійкість країни та її безпеку.

З огляду на це питання забезпечення епідеміологічної безпеки, подолання соціальних проблем, таких як зниження рівня життя, зростання безробіття, бідності й соціальної нерівності, поки що відійшли на другий план. Проте після завершення війни вони стануть першочерговими. Фінансування системи охорони здоров'я, закупівлі медичного обладнання та ліків, проведення масових вакцинацій, інших превентивних заходів може бути обмежено, що може підірвати епідеміологічну безпеку і здатність уряду впо-

ратися з наслідками пандемії, навіть у ситуації, коли країна виграла війну. Крім того, розмивання податкової бази та ухилення від сплати податків посилюють соціальну нерівність, адже призводять до збільшення податкового тиску на громадян і невеликі компанії, тоді як корпорації мінімізують податкові платежі з використанням інструментів міжнародного податкового планування. Викривлення в оподаткуванні та втрати бюджету є проблемами для будь-якої юрисдикції, проте в Україні вони наразі стоять особливо гостро. Не менш серйозною проблема мобілізації фінансових ресурсів у постпандемічний період є для країн ЄС, що ускладнюється наданням фінансової підтримки Україні у війні проти РФ і значним фінансовим навантаженням на бюджети країн-членів, які приймають та розміщують українських біженців.

З метою збільшення податкової бази, нарощення фінансових ресурсів для державних потреб і боротьби з недобросовісними податковими практиками країни – члени ЄС вдаються до різних способів, зокрема до мобілізації внутрішніх доходів (Domestic Revenue Mobilization, DRM), яка полягає в збільшенні власних прибутків і ресурсів внутрішньої економіки шляхом збору податків, мит та інших доходів. Одним із основних інструментів для цього є національна податкова політика й законодавство кожної країни-члена. Крім того, ЄС може сприяти співпраці та обміну найкращими практиками між країнами-членами для забезпечення більшої прозорості й уніфікації норм і правил оподаткування всередині інтеграційного утворення.

Організація економічного співробітництва і розвитку також може відігравати важливу роль у встановленні стандартів та практичних рекомендацій для боротьби з ухиленням від оподаткування, і ЄС тісно співпрацює з нею в цьому питанні. На особливу увагу заслуговує ініціатива OECD Base Erosion and Profit Shifting (BEPS), яку ЄС активно підтримує. BEPS має на меті боротьбу з розмиттям (ерозією) податкової бази та виведенням прибутків із-під оподаткування, і ЄС упроваджує рекомендації й принципи у своїх правових рамках для забезпечення ефективнішої мобілізації внутрішніх доходів.

Підвищення рівня доходів країн – членів ЄС та мобілізація внутрішніх ресурсів здійснюються за допомогою різних механізмів та ініціатив, основними з яких є:

- зміни в реалізації податкової політики: країни-члени ЄС можуть запроваджувати податкові реформи з метою підвищення ефективності оподаткування й зниження податкових ставок на сприятливих умовах для платників податків;
- запобігання ухиленню від оподаткування: законодавчі зміни та ініціативи можуть бути спрямовані на попередження податкового ухилення й використання штучних схем для зменшення податкових зобов'язань;
- посилення контролю за дотриманням податкового законодавства: це може допомогти зменшити податкові прогалини та заборонити неправомірні практики;
- застосування GAAR: загальне правило протидії ухиленню від оподаткування (General Anti-Avoidance Rules, GAAR) може використовуватись як основоположний принцип формування податкових правил для недопущення надмірного застосування податкових розбіжностей і штучних транзакцій у цілях зменшення об'єкта оподаткування;

- боротьба з незаконним обігом: посилення контролю за незаконним обігом і тіньовими схемами економічної діяльності, а також за митними платежами може сприяти збільшенню податкових доходів, митних зборів та інших платежів до бюджетів;
- міжнародна співпраця у сфері оподаткування й обміну інформацією: таке співробітництво, зокрема з ОЕСР, сприяє впровадженню найкращих практик запобігання ухиленню від оподаткування та більшій прозорості оподаткування транснаціональних компаній.

Перелічені механізми та ініціативи допомагають країнам – членам ЄС мобілізувати внутрішні ресурси й забезпечити стабільний потік доходів для виконання своїх фінансових зобов'язань, забезпечення розвитку та добробуту своїх громадян.

У період збройної агресії рф Україні складно забезпечувати фінансовими ресурсами поточні витрати, проте роботу з мобілізації внутрішніх доходів (DRM) необхідно вести постійно, адже виклики, з якими сьогодні зіткнулася наша держава, є безпрецедентними.

Удосконалення управління змінами у сфері мобілізації внутрішніх доходів шляхом протидії розмиванню податкової бази (BEPS) і забезпечення фінансової безпеки будь-якої країни вимагає комплексного підходу та цілеспрямованих дій із боку урядів, податкових органів і міжнародних організацій та об'єднань. Ключовими чинниками й рекомендаціями, що можуть сприяти успішному управлінню змінами у сфері мобілізації внутрішніх доходів шляхом протидії розмиванню податкової бази є: комплекс законодавчих нововведень щодо запобігання ухиленню від оподаткування, міжнародна взаємодія в контексті обміну досвідом і найкращими практиками впливу на суб'єктів господарювання та на бізнес-клімат, запровадження прозорих умов ведення бізнесу й звітування, залучення експертних кіл і громадськості.

Міжнародна співпраця в рамках ОЕСР, Єврокомісії та обмін досвідом, даними й найкращими практиками допоможуть ефективніше розробляти й упроваджувати політику протидії розмиванню податкової бази. Водночас законодавчі зміни мають підвищити дієвість податкового законодавства та забезпечити його узгодженість із міжнародними стандартами й рекомендаціями. Наприклад, застосування GAAR та інших механізмів може ускладнити використання штучних податкових схем. GAAR – це не регуляторні норми ЄС, а загальне положення в національному податковому праві країн, спрямоване на боротьбу з податковими ухиленнями.

Забезпечення прозорості й належного обліку в податкових справах є важливим фактором протидії розмиванню податкової бази. Заходи, націлені на боротьбу з розмиттям податкової бази та виведенням прибутків із-під оподаткування, такі як контроль за дотриманням податкового законодавства, аудит і контроль недобросовісних практик, допомагають зменшити ризик розмивання податкової бази. При цьому, якщо до реалізації комплексу таких дій залучаються експертні й громадські кола, бізнес-спільнота, це формує усвідомлення населенням важливості змін, спрямованих на мобілізацію внутрішніх доходів, а також оподаткування в цілях забезпечення державної безпеки та соціально-економічної стабільності, формує

підтримку суспільства, зменшує опір податковим нововведенням, а також значно підвищує ефективність заходів щодо запобігання розмиванню податкової бази.

Управління змінами у сфері протидії розмиванню податкової бази має бути динамічним і реагувати на постійні корективи в царині оподаткування та міжнародних податкових правил. Ретельне дотримання цих рекомендацій і практичне співробітництво може сприяти забезпеченню фінансової безпеки й ефективному функціонуванню податкової системи країн – членів ЄС.

Слід зазначити, що в період пандемії відбулися певні зміни у структурі ВВП різних країн, що супроводжувалося зменшенням ролі одних секторів економіки та зростанням інших. Так, туризм і готельний бізнес постраждали найбільше через обмеження подорожей та локдаун. Готелі, ресторани, туристичні агентства та інші пов'язані підприємства зазнали істотного зниження прибутків або навіть збитків. За даними Всесвітньої організації туризму (UNWTO)¹, у 2020 р. світовий туристичний сектор втратив понад 70 % міжнародних туристичних прибутків. Подібна тенденція характерна й для нашої країни. Крім того, обмеження міжнародних і внутрішніх подорожей призвело до помітного зменшення пасажирського й вантажного транспорту. Багато підприємств були змушені призупинити чи обмежити виробництво через локдауни та незабезпеченість сировиною. Це стосується різних галузей, включаючи автомобільну, легку промисловість тощо. Відчуло Наслідками пандемії для сільського господарства стали проблеми з робочою силою, обмеження в постачанні й торгівлі аграрною продукцією. Низька економічна активність та невизначеність вплинули на фінансовий сектор, де банки та інші фінансові установи стикалися з ризиками кредитного портфеля й підвищеним рівнем невпевненості. Труднощі зазнав і сектор будівництва, адже деякі проекти було призупинено або затримано через обмеження в роботі під час локдаунів.

Водночас окремі сектори інформаційних технологій, такі як електронна комерція, розваги в мережі та дистанційне навчання, зросли завдяки зміні споживчих звичок і переходу до онлайн-форматів. А сектор охорони здоров'я через потребу в боротьбі з пандемією вийшов на перший план та істотно розширився. Збільшення видатків на медичне обладнання, ліки й забезпечення медичного персоналу стало важливим завданням для урядів країн світу, актуалізуючи DRM.

Окреслені тенденції є актуальними й для України, адже пандемія COVID-19 позначилася на різних секторах національної економіки. Отже, зросли такі її сектори: ІТ і цифрових технологій (унаслідок підвищення попиту на онлайн-платформи, програмне забезпечення й технологічні рішення); електронної комерції (завдяки збільшенню ролі онлайн-покупок); онлайн-розваг і медіа (через заборону масових заходів, що призвело до зростання популярності онлайн-розваг, у т. ч. потокових відео, ігор і соціальних мереж); медичних послуг та фармацевтики (унаслідок підвищення попиту на медичні послуги, маски, антисептики й ліки). Слід зазначити, що в Україні й у світі загалом пандемія також спричинила збільшення ролі логістики та доставки внаслідок зростання частки електронної комерції й попиту на послуги доставки.

¹ United Nations World Tourism Organization. URL: <https://www.unwto.org/>.

Економіка України досить швидко адаптувалася до описаних процесів, якими супроводжувалася пандемія, та, як видно з табл. 14.1, компенсувала падіння ВВП за рахунок одних секторів економіки іншими, запобігши тривалому провалу в показниках ВВП. Так, скорочення ВВП у 2020 р. на 3,8 % уже наступного року було компенсоване його зростанням на 3,4 %. Водночас у 2020 і 2021 рр. спостерігалось збільшення податкових надходжень, що може свідчити про можливість компенсувати негативні економічні процеси в економіці підвищенням ефективності податкового адміністрування. При цьому зростання тіньової економіки впродовж того самого періоду можна трактувати як наявність певного резерву мобілізації внутрішніх доходів, котрий не зменшився на тлі пандемії та підвищення ефективності податкового адміністрування.

У період пандемії COVID-19 і після неї деякі сектори економіки мали більші можливості й мотивацію для використання агресивного податкового планування та методів розмивання податкової бази. Однак деталі й масштаби таких практик можуть різнитися по країнах та залежати від внутрішньої й міжнародної податкової політики, законодавства та дій регуляторів.

Конкретизація компонентів фіскальної та монетарної безпеки, пов'язаних із факторами BEPS і агресивним податковим плануванням, перспективи протидії в період воєнного стану й повоєнного відновлення. Мультинаціональні корпорації (МНК), насамперед ті, що присутні в різних юрисдикціях, активно використовували перенесення прибутків до країн із низькими податковими ставками або уникнення останніх за допомогою складних корпоративних структур. Особливо це було актуальним для компаній, що зростали в пандемію, тобто інтернет-компаній, фармацевтичних і медичних, логістичних та інших, які мають великі прибутки в умовах підвищеного попиту на медичні товари й послуги, розваги та ІТ. З метою підтримки глобальної економічної стабільності, ефективного оподаткування та запобігання розвитку нерівності між країнами й компаніями, на міжнародному рівні було розроблено та протягом останніх 15 років активно впроваджується комплекс заходів із податкового регулювання, що покликане забезпечувати більшу справедливість і рівновагу глобальної податкової системи.

Системні зміни в податковому регулюванні спрямовані на зменшення розбіжностей між системами та забезпечення більшої узгодженості й прозорості, створення спільних стандартів, обмін інформацією та співробітництво в розслідуванні податкових схем і випадків ухилення від сплати податків. ОЕСР і ЄС системно діють у сфері боротьби з ухиленням від сплати податків та розмиванням податкової бази. Слід зауважити: хоча названі організації мають спільну мету боротьби з ухиленням від сплати податків і розмиванням податкової бази, вони використовують різні підходи до визначення бази оподаткування та стандартів, які слід застосовувати. Так, ОЕСР надає рекомендації і стандарти, такі як Загальний план дій щодо бази оподаткування та переміщення прибутків (BEPS)¹, покликаний уніфікувати практику оподаткування міжнародних корпорацій. У свою чергу, ЄС розробляє

¹ Base Erosion and Profit Shifting (BEPS) / OECD. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions/>.

Таблиця 14.1
Динаміка показників економічного розвитку та податкових надходжень протягом 2014–2022 рр.

Показник	2014*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Динаміка реального ВВП, % до попереднього року	-6,6	-9,8	2,4	2,4	3,5	3,2	-3,8	3,4	н. д.
Рівень тіньової економіки, % ВВП	36	35	33	32	29	28	30	32	н. д.
Чисельність населення, тис. осіб**	45 426,2	42 929,3	42 760,5	42 584,5	42 386,4	42 153,2	41 982,4	41 588,4	41 167,3
Динаміка чисельності населення, %	-0,28	-5,50	-0,39	-0,41	-0,47	-0,55	-0,59	-0,75	-1,01
Податкові надходження, млн грн	280 178,3	409 418	503 879	627 154	753 815,6	799 776	851 115,6	1 107 091	949 764,4
Динаміка податкових надходжень, %	-11,08	46,13	23,07	24,47	20,20	6,10	6,42	30,08	-14,21
Частка податкових надходжень у доходах державного бюджету, %	78,46	76,57	81,76	79,06	81,22	80,12	79,1	85,37	53,14

* Без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополя, а з 2014 р. також без частини тимчасово окупованих територій у Донецькій і Луганській областях.

** За даними Всеукраїнського перепису населення станом на 5 грудня 2001 р.

Складено за: Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>; Загальні тенденції тіньової економіки у 2021 році / М-во економіки України. Жовтень 2022 р. URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=74e86de5-126a-4849-94d5-7d4ea048e4b8>.

власні законодавчі ініціативи, зокрема директиви про боротьбу з ухиленням від оподаткування (ATAD I¹, ATAD II² й наступні, заплановані до впровадження), що стосуються певних аспектів оподаткування в межах Євросоюзу.

ЄС як політичний блок має законодавчу базу, що є обов'язковою для всіх держав-членів. Тому він може приймати директиви, котрі накладають юридичну обов'язковість на його членів щодо імплементації норм цих директив в національне законодавство кожної держави-члена. Натомість ОЕСР виступає форумом для співробітництва між країнами, де напрацьовуються рекомендації та стандарти, котрі, утім, не мають прямого юридичного зв'язку з державами-членами.

ОЕСР є структурою глобального характеру та об'єднує понад 140 країн-членів, у т. ч. країни поза ЄС. Тому її рекомендації і стандарти можуть застосовуватися ширше, включаючи держави – члени Євросоюзу. Водночас ЄС зосереджений на своїх членах та може встановлювати відвертіші й конкретніші вимоги щодо боротьби з ухиленням від сплати податків у рамках інтеграційного об'єднання.

У 2016 р. в Євросоюзі було розроблено Пакет заходів проти ухилення від сплати податків (Anti Tax Avoidance Package, АТАР³), спрямованих на забезпечення справедливості, простоти та ефективності корпоративного оподаткування в ЄС.

Директиви щодо боротьби з ухиленням від оподаткування (Anti-Tax Avoidance Directive, ATAD⁴) містять набір правил, які повинні впроваджуватися державами – членами ЄС із метою зменшення агресивного податкового планування. Вони включають такі аспекти, як боротьба з уникненням оподаткування шляхом перенесення прибутку, обмеження використання процедур формування збитків та здійснення витратних платежів за кордоном, а також протидія шкідливим податковим практикам.

Окремою проблемою є використання контрольованих іноземних компаній (CFC) для перенесення прибутку в юрисдикції з низьким рівнем оподаткування. Важливо розуміти обмеження адміністративного тягаря та витрат на дотримання законодавства в таких компаніях, що потребує розширення правил для них, у т. ч. на треті країни.

Ще однією проблемою, яка потребувала розв'язання в рамках запобігання ухиленню від оподаткування й розмиванню податкової бази, є гібридні невідповідності, що виникли внаслідок відмінностей в юридичних характеристиках фінансових інструментів чи в деталях певної правової норми функціонування організацій на те-

¹ Council Directive (EU) 2016/1164 of 12 July 2016 laying down rules against tax avoidance practices that directly affect the functioning of the internal market. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2016.193.01.0001.01.ENG&toc=OJ:L:2016:193:TOC.

² Council Directive (EU) 2017/952 of 29 May 2017 amending Directive (EU) 2016/1164 as regards hybrid mismatches with third countries. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0952>.

³ Anti Tax Avoidance Package. URL: https://taxation-customs.ec.europa.eu/anti-tax-avoidance-package_en.

⁴ Council Directive (EU) 2016/1164 of 12 July 2016 laying down rules against tax avoidance practices that directly affect the functioning of the internal market. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2016.193.01.0001.01.ENG&toc=OJ:L:2016:193:TOC; Council Directive (EU) 2017/952 of 29 May 2017. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0952>.

риторіях держав-членів. Такі відмінності проявляються у взаємодії правових систем двох різних юрисдикцій. Наслідком гібридних невідповідностей часто є подвійне вирахування (тобто в обох юрисдикціях) або вирахування доходу в одній юрисдикції без включення в податкову базу в іншій. Для нейтралізації впливу таких невідповідностей необхідно встановити правила, згідно з якими одна з двох юрисдикцій повинна відмовити у відрахуванні платежу для коректного відображення об'єкта оподаткування.

З огляду на зазначені проблеми Директива (ЄС) 2016/1164, зокрема, містить п'ять юридично обов'язкових заходів щодо боротьби зі зловживаннями, які з 1 січня 2019 р. повинні застосовувати всі держави-члени проти поширених форм агресивного податкового планування. Таким чином сформовано мінімальний рівень захисту від ухилення від корпоративного оподаткування на всій території ЄС, що забезпечує більш справедливе й стабільне середовище для бізнесу.

Широко впроваджується GAAR, спрямоване на протидію агресивному податковому плануванню, коли інші правила неприйнятні. Компанії, що займаються агресивним податковим плануванням, продовжують шукати способи обійти правила та знайти законодавчі невідповідності в цілях податкової мінімізації. GAAR дає країнам ЄС право боротися зі штучними податковими угодами, якщо інші конкретні правила на них не поширюються. GAAR не є регуляторними нормами в рамках ЄС. Це поняття, що використовується в податковому праві країн окремо, та загальне положення, покликане сприяти запобіганню податковим ухиленням і мінімізації оподаткування та боротьбі зі штучними конструкціями чи транзакціями, які мають на меті ухилення від оподаткування й зловживання податковим законодавством. Країни встановлюють GAAR у своїх національних нормативно-правових актах із метою забезпечення ефективнішого оподаткування та запобігання податковим ухиленням. В Євросоюзі існує спільна система оподаткування, проте кожна держава-член має свої національні податкові правила й може вживати власні заходи для запобігання ухиленню від оподаткування, включаючи GAAR. ЄС також сприяє співпраці між державами-членами задля боротьби з податковими ухиленнями та зловживаннями.

14.2. Визначення стратегії спрямування інструментів запобігання агресивному податковому плануванню: контекст синергії податкового адміністрування та фінансового моніторингу

Концептуальні засади мобілізації внутрішніх доходів держави (DRM) у контексті реалізації змін у сфері податкового адміністрування та фінансового моніторингу. Дефіцитні державні бюджети, котрі не містять інституційної складової розвитку, постають каталізатором споживчої моделі економіки, зумовлюють зростання інфляції та імпорту, погіршення стану поточного балансу. Тому сьогодні одним із пріоритетів України є розроблення проекту Національної стратегії доходів на 2024–2030 роки¹. Визначено такі цілі: забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності; збереження рівня надходжень внутрішніх доходів у період воєнного

¹ Щодо розроблення Національної стратегії доходів : протокол № 40 засідання Кабінету Міністрів України від 24.03.2023. П. 4.

стану та посилення їх мобілізації після його припинення чи скасування; реформування податкової та митної систем; адаптація національного законодавства до норм ЄС; суттєве зниження обсягів тіньової економіки. Передбачено такі заходи (коротко-, середньо-, довгострокові): посилення протидії кримінальним правопорушенням у сфері публічних фінансів; боротьба з корупцією; удосконалення адміністрування фіскальних надходжень; наближення законодавства України до норм ЄС; формування бази оподаткування доходів юридичних, фізичних осіб; реформування спрощеної системи оподаткування, мінімізація ухилення від сплати податків, зокрема великим бізнесом.

Наша держава в умовах війни сильно залежить від зовнішнього фінансування й запозичень. У межах державних і місцевих бюджетів усіх рівнів виклики дестабілізації стримують зростання витрат попри об'єктивну потребу в посиленні управлінських підойм економічного піднесення та соціальної підтримки населення. У 2023 р. майже половина державних витрат покриватиметься коштом таких запозичень і грантів. Поточна потреба в зовнішній підтримці – близько 5 млрд дол. США щомісяця. В умовах зростання міжнародної фінансової підтримки мають бути посилені принципи транспарентності й підзвітності. Подальша співпраця бізнесу з державними органами влади потребуватиме загальних підходів протидії комплаєнс-ризикам. Тому, адаптація та впровадження майбутніх фіскальних інновацій повинні базуватися на більш обґрунтованих рішеннях.

З урахуванням корупціогенних ризиків у нашій державі доцільно впроваджувати концепцію податкових витрат. Необґрунтований підхід до застосування податкових пільг, який призводить до істотного дефіциту держбюджету України, є вкрай актуальною проблемою. Тому варто вдосконалювати методологію визначення втрат бюджету у зв'язку з преференціями за стандартами ЄС (метод втрачених доходів бюджету). З цією метою потрібно передбачити етапи реалізації концепції податкових витрат з одночасним удосконаленням їхньої класифікації згідно з найкращими світовими практиками. Крім того, з урахуванням євроінтеграційних перспектив України слід розробити дорожню карту із часовими параметрами щодо гармонізації вітчизняного податкового законодавства зі стандартами ЄС і кроків із його подальшої координації з європейськими нормами та правилами. Управління змінами в обліку й моделі звітування надалі потрібно спрямовувати на внормування груп критеріїв ефективності податкових витрат.

Посиленню регуляторної функції податків із метою недопущення легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, сприятиме організація постійного моніторингу преференцій і діяльності суб'єктів господарювання, котрі їх отримують.

Вагомим резервом поповнення державного бюджету України є ресурс, який може бути отриманий у міру скорочення тіньового сектору економіки. Протягом останніх восьми років спостерігається стала тенденція спаду індикатора тінізації економіки, проте остання офіційно опублікована оцінка Міністерства економіки України за дев'ять місяців 2021 р. свідчить про те, що майже третина ділової активності відбувається в нелегальному секторі. За оцінками експертів компанії “Kantar”,

в Україні у 2022 р. нелегальна тютюнова продукція сягнула 19,9 % її загального обсягу. *Нині проблему необхідності різкого зменшення неформального підприємництва поставлено на рівень оборонних завдань національної безпеки, які потребують негайного розв'язання.* Максимальне розширення економічних можливостей у нашій країні передбачено на легальному ґрунті шляхом повної модернізації державних інституцій. Це забезпечить зростання обсягів сплати податків, а також офіційної зайнятості. В Україні впроваджується ризик-орієнтований підхід у боротьбі з відмиванням доходів. На законодавчому рівні успішно імплементуються Стандарти FATF. Окреслено подальші заходи протидії ризикам і загрозам операційної діяльності суб'єктів господарювання в кредитно-фінансовій сфері, включаючи створення умов для легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом. Ідеться про провадження результативної фінансово-економічної діяльності, унеможливлення переведення безготівкових грошових коштів у тіньовий готівковий обіг, а також незаконного виведення грошових коштів та інших цінних активів за кордон. У зв'язку з реалізацією світовою спільнотою Плану дій BEPS особливої уваги потребують специфічні ризики, зокрема у сфері інформаційної безпеки.

В Україні належне й добровільне виконання податкових зобов'язань має бути забезпечене повним усуненням неформальних правил, що діють у тіньовому секторі економіки. Згідно з настановами авторитетних міжнародних організацій, *оцінка ризиків і управління ними мають бути однією з ключових ланок у діяльності податкових адміністрацій.* При цьому політичні орієнтири соціуму варто також розглядати в контексті протидії корупції й організованих злочинності.

Найпоширенішими видами тіньової діяльності в Україні є (Олейнікова, 2015, с. 267):

- оптимізація податків (у т. ч. за участі представників спрощеної системи оподаткування, зон з офшорним статусом) у межах законодавчих норм;
- ухилення від оподаткування шляхом виконання операцій, що не реєструються;
- операції у сфері зовнішньоекономічної діяльності;
- інвестиційні операції;
- операції з цінними паперами;
- операції фіктивного страхування та перестрахування;
- торгівля товарами, що незаконно імпортовані в країну;
- неформальна зайнятість;
- виготовлення й розповсюдження заборонених чи обмежених в обороті товарів (зокрема наркотичних речовин);
- азартні ігри.

Зменшити тіньовий сектор економіки неможливо лише репресивними заходами. Політика детінізації повинна базуватися на принципі заохочення до ведення легального бізнесу та усунення адміністративно-регуляторних бар'єрів, які його стримують.

Нововведення в практиці унормування і реалізації дій у сфері податкового адміністрування та фінансового моніторингу на базі партнерства фіскальних

органів і суб'єктів господарювання. Сучасні підходи до податкового регулювання та комплексні зміни на міжнародному рівні в податковій сфері, що спрямовані на запобігання ухиленню від оподаткування й розмиванню податкової бази, упроваджуються з декількох причин. По-перше, як уже зазначалося, це податкові втрати, що істотно знижують соціально-економічний потенціал таких змін та роблять їх вразливими до різноманітних шоків. По-друге, наростає соціальна напруженість, спричинена нерівністю оподаткування й соціальним розшаруванням. По-третє, знижується інвестиційна привабливість країн, адже порушення принципу рівності в оподаткуванні негативно впливає на довіру інвесторів і підприємців до економічного середовища країни (зараз виносимо за лапки війну в країні). Це може зменшити обсяги інвестицій, які є важливим фактором для постковідного та повоєнного відновлення економіки і створення робочих місць в Україні.

З огляду на широкий спектр міжнародних ініціатив на рівні ОЕСР та ЄС щодо запобігання практикам ухилення від оподаткування й розмивання податкової бази МНК, відбулися зміни в інструментах податкового адміністрування та фінансового моніторингу, що переважно мали на меті посилення інформаційної складової контролю й подолання асиметрії інформації в податкових цілях.

Так, до Пакета заходів проти ухилення від сплати податків та розмивання податкової бази (ATAD) здебільшого входять заходи, спрямовані на обмін інформацією та покращення знань між державами – членами ЄС, а саме:

1. Звітність за країнами (Country-by-Country Reporting, CbCR¹) – поліпшення прозорості (директиви ЄС щодо адміністративного співробітництва у сфері оподаткування). Пакет заходів проти ухилення від сплати податків (ATAP) Єврокомісії містить вимоги щодо звітності CbCR, яка є однією з ключових складових ATAP та вимагає, щоб мультинаціональні корпорації надавали інформацію про свою глобальну структуру, фінансові показники й діяльність у кожній юрисдикції, в якій вони працюють. Основна мета CbCR – забезпечити більшу прозорість у сфері податкового планування таких корпорацій і контролювати маніпулювання прибутком і розмивання бази оподаткування. Звітування по країнах запроваджує вимогу звітувати про глобальний розподіл доходів МНК, щоб підвищити транспарентність і надати державам-членам інформацію для виявлення схем ухилення від сплати податків та запобігання їм. За допомогою CbCR МНК повинні розкривати такі дані:

- глобальна структура: корпорації повинні надати інформацію про структуру своєї групи компаній, включаючи юрисдикції, у котрих вони зареєстровані й діють;
- фінансова інформація: надаються відомості про глобальний обсяг прибутку, сплаченого податку, витрат і активів для кожної юрисдикції, в якій діють МНК;
- інша релевантна інформація: на додаток до фінансових даних CbCR також може вимагати надавати іншу релевантну інформацію, наприклад характеристики діяльності та поділ праці між різними юрисдикціями.

¹ Action 13 Country-by-Country Reporting. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions/action13/>.

Ці дані допомагають урядам країн ефективніше контролювати податкові ризики, а також сприяють проведенню аналізу глобальних податкових стратегій МНК. Країни можуть використовувати цю інформацію для здійснення податкових перевірок та виявлення податкових ухилень.

2. Зміцнення механізму обміну інформацією: ATAD включає заходи зі зміцнення механізму обміну інформацією між податковими органами держав – членів ЄС. Це передбачає поліпшення обміну даними про податкові схеми й угоди, що сприяє виявленню агресивного податкового планування та протидії йому.

ATAD II (Anti-Tax Avoidance Directive 2017/952¹) містить вимоги щодо обов'язкового обміну інформацією між країнами – членами ЄС про деякі контрольні структури, які можуть використовуватися для уникнення оподаткування. Ці вимоги спрямовані на забезпечення більшої прозорості й обмеження можливостей корпорацій застосовувати податкове планування для зниження своїх податкових зобов'язань. Зокрема, ATAD II встановлює такі вимоги щодо обміну інформацією:

- про гібридні розподіли прибутку: країни-члени зобов'язані обмінюватися відомостями про будь-які випадки гібридного розподілу прибутку, що можуть призводити до подвійного уникнення оподаткування в рамках знецінення договорів з оподаткування;
- про гібридні витрати: країни-члени повинні обмінюватися даними про випадки гібридних витрат, які можуть призводити до подвійного відрахування витрат з об'єкта оподаткування.

Ці вимоги стосуються гібридних схем, коли структури або транзакції використовуються таким чином, що в одній країні прибуток чи витрати розглядаються як оподатковувані, а в іншій вони не оподатковуються або оподатковуються за нижчими ставками. Такі структури можуть створювати незаконні податкові переваги для платників податків, й ATAD II покликана їх унеможливити чи обмежити. При цьому що певні деталі та механізми обміну інформацією можуть варіюватися залежно від імплементації ATAD II в законодавство кожної окремої країни – члена ЄС.

У рамках ATAD та інших ініціатив Євросоюзу було розроблено та впроваджено набір директив, прийнятих ЄС із метою забезпечення адміністративної співпраці між державами-членами в галузі оподаткування (Directive on Administrative Cooperation, DAC). Ці директиви створюють механізми для обміну інформацією між податковими органами різних країн, що допомагає у виявленні та боротьбі з ухиленням від оподаткування й податковими шахрайствами.

DAC і ATAD доповнюють одна одну, надаючи ефективний інструментарій для підвищення прозорості та боротьби з ухиленням від оподаткування в Євросоюзі. Реалізація цих директив дає змогу покращити обмін інформацією між державами-членами, що забезпечує більшу ефективність і справедливість в оподаткуванні, а також сприяє запобіганню податковим злочинам та уникненню подвійного оподаткування.

¹ Council Directive (EU) 2017/952 of 29 May 2017. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0952>.

Директива 2011/16/ЄС скасувала й замінила Директиву 77/799/ЕЕСЕН, яка вперше створила правову основу для адміністративного співробітництва у сфері прямого оподаткування в Європі. Перший досвід автоматичного обміну інформацією між державами – членами ЄС набув завдяки Директиві 2003/48/ЄС, відомій як Директива про заощадження, що була скасована, оскільки її замінили частини Директиви 2014/107/ЄС.

3. Збільшення ролі зовнішньої стратегії взаємодії з третіми країнами. Це допомагає державам – членам ЄС послідовно організовувати роботу з цими країнами, наприклад шляхом створення загального чорного списку юрисдикцій із низьким рівнем оподаткування. Боротьба з ухиленням від оподаткування через офшорні юрисдикції: ATAD може містити заходи з посилення контролю за ухиленням від оподаткування шляхом використання офшорних юрисдикцій або так званих податкових гаваней та боротьби з такими діями. Так, складено спільний список третіх країн-юрисдикцій ЄС для податкових цілей (Common EU List of Third Country Jurisdictions for Tax Purposes).

4. Рекомендації щодо угод про оподаткування – звернення до зловживань угодами. Пакет заходів щодо ухилення від сплати податків, представлений Єврокомісією 28 січня 2016 р., реалізовує положення прийнятого у 2015 р. Плану дій BEPS. Рекомендації Єврокомісії “щодо впровадження заходів проти зловживань угодами про оподаткування” покликані спонукати компанії, які отримують вигоду від єдиного ринку ЄС і генерують прибуток, сплачувати належний податок на ці прибутки в межах ЄС, у країні, де провадиться їхня фактична діяльність. Беручи до уваги той факт, що податкові угоди створюють можливості для уникнення або зниження оподаткування через зловживання, Єврокомісія розробила поради державам-членам, як посилити свої податкові угоди таким чином, щоб вони відповідали законодавству ЄС. Отже, зазначені рекомендації базуються на Плані дій BEPS (BEPS Action Plan)¹ і пропонують внести зміни до Типової податкової конвенції ОЕСР (OECD Model Tax Convention)² та включити до багатостороннього інструменту положення щодо запобігання наданню пільг за договором за невідповідних обставин (дія 6 Звіту про BEPS³) і запобігання штучному уникненню статусу постійного представництва (дія 7 Звіту про BEPS⁴). Рекомендації стосуються запровадження загальних правил боротьби зі зловживаннями на основі тесту основної мети (principal purpose test, PPT) та перегляду визначення постійного представництва в податкових угодах. Рекомендації щодо податкових угод надають державам-членам інформацію про те, як скласти свої податкові угоди так, щоб мінімізувати агресивне податкове планування у спосіб, що відповідає законодавству ЄС.

¹ BEPS Action Plan / URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/action-plan-on-base-erosion-and-profit-shifting-9789264202719-en.htm>.

² OECD Model Tax Convention. URL: <https://www.oecd.org/tax/model-tax-convention-on-income-and-on-capital-full-version-9a5b369e-en.htm>.

³ Action 6. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions/action7/>.

⁴ Action 7. Permanent establishment status. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions/action7/>.

5. Запровадження досліджень щодо агресивного податкового планування, у рамках якого вивчаються правила корпоративного оподаткування в державах-членах, що використовуються або можуть використовуватися в стратегіях агресивного податкового планування. Відповідні звіти підготовлено у 2015 р. (Звіт за 2015 рік про структури та показники агресивного податкового планування¹) і в 2017 р. (Звіт за 2017 рік про показники агресивного податкового планування²).

Перспективи спрямування інструментів податкового адміністрування та фінансового моніторингу на запобігання агресивному податковому плануванню: національний і міжнародний контекст. Останніми роками відбувся істотний прогрес у галузі цифровізації й новітніх технологій, розширення цифрових рішень, що охоплюють різні аспекти сучасного життя. Цифрові інструменти сприяють прозорості в управлінні та ефективному електронному урядуванню, економічному зростанню, збільшенню виробництва й експорту, а також створенню нових секторів цифрової економіки з вищою доданою вартістю.

Новітні технології, такі як інтернет речей (IoT), хмарні рішення, електронна ідентифікація (eID) і штучний інтелект (AI), мають потенціал сприяти досягненню Цілей сталого розвитку ООН до 2030 року³. Разом із тим, технологічні зміни відбуваються швидко, вимагаючи якісного та своєчасного реагування, зокрема в частині адаптації законодавства й регулювання, у т. ч. в оподаткуванні. Зазначені зміни істотно змінили й прискорили економічні процеси, а ІТ-компанії сьогодні є такими, що найбільш стрімко зростають і найменше піддаються впливу епідемій та обмежень, пов'язаних із забезпеченням безпеки у сфері охорони здоров'я. Євросоюз та інші розвинуті країни не лише висловлюють підтримку розвитку цифрового простору, а й активно діють у цьому напрямі. Підхід ЄС до цифрової трансформації базується на розширенні можливостей для всіх громадян, на підвищенні потенціалу кожного бізнесу та на подоланні глобальних викликів. Це підтверджено стратегічними документами, такими як "Стратегія Єдиного цифрового ринку" (Digital Single Market Strategy for Europe)⁴, "Підключення до Європейського гігабітного суспільства" (Connectivity for a European Gigabit Society)⁵, "Цифрова Європа 2025" (Digital Europe 2025)⁶ та ін.

Європейська комісія у 2021 р. опублікувала Повідомлення до Європейського парламенту та Ради ЄС, яке дістало назву "Оподаткування бізнесу на XXI століт-

¹ Study on Structures of Aggressive Tax Planning and Indicators : Final Report / European Commission. 2015. URL: https://taxation-customs.ec.europa.eu/system/files/2016-09/taxation_paper_61.pdf.

² Aggressive tax planning indicators : Final Report. TAXUD/2016/DE/319 / European Commission. 2017. URL: <https://irihs.ihs.ac.at/id/eprint/4590/1/2017-lorenz-sellner-brandl-aggressive-tax-planning-indicators.pdf>.

³ The Sustainable Development Goals (SDGs). URL: <https://www.undp.org/ukraine/sustainable-development-goals>.

⁴ Digital Single Market Strategy for Europe. Brussels. 2015. May 6. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0192>.

⁵ Connectivity for a European Gigabit Society. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/connectivity-european-gigabit-society-brochure>.

⁶ Digital Europe 2025. URL: <https://www.digitaleurope.org/policies/strongerdigitaleurope/>.

тя” (Communication to the European Parliament and the EU Council on 18 May entitled “Business taxation for the 21st century”¹). Цей документ, зокрема, передбачає заходи для створення надійної, ефективної та справедливої податкової системи, яка відповідатиме потребам державного фінансування і сприятиме “зеленій” енергетиці й цифровізації економіки, а також розв’язанню проблем оподаткування цифрової економіки. У липні 2021 р. Секретаріатом ОЕСР було оприлюднено Декларацію щодо двокомпонентного рішення для подолання податкових викликів цифрової економіки (Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising From the Digitalisation of the Economy)², до якої на той момент долучилося 136 юрисдикцій, включаючи Україну³. Початок нової фази глобальної податкової реформи, відомої під назвою “Ініціатива BEPS 2.0”, можна розглядати як революційний етап у розвитку міжнародного оподаткування, оскільки вона передбачає значні зміни в оподаткуванні як цифрових корпорацій (Google, Facebook і Amazon), так і інших транснаціональних компаній.

Очевидно, що сучасні економічні процеси активно відбуваються одночасно в багатьох юрисдикціях, при цьому не забезпечуючи помітної фізичної присутності в них. При цьому в разі зросла роль нематеріальних факторів при визначенні вартості кінцевих продуктів і послуг. У Доповіді Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД)⁴ наголошено, що цифрова революція мала небачений вплив на суспільство та спосіб життя людства, котрий надав величезні можливості й поряд із тим сформувавши складні виклики. За оцінками експертів, до 2030 р. цифровізація, штучний інтелект і автоматизація будуть ключовими двигунами світової економічної динаміки, а вже до 2025 р. близько чверті світового ВВП припадатиме на сферу цифрової економіки завдяки впровадженню цифрових технологій у промисловість.

Програма розширеного співробітництва з питань протидії BEPS (OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS) спрямована головним чином на розроблення єдиного пакетного рішення за двома напрямками⁵ у рамках BEPS 2.0⁶. Єврокомісія впровади-

¹ Communication to the European Parliament and the EU Council on 18 May entitled «Business taxation for the 21st century. 2021. URL: https://taxation-customs.ec.europa.eu/system/files/2021-06/20210615_communication_on_business_taxation.pdf.

² Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy. 2021. October 8. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/statement-on-a-two-pillar-solution-to-address-the-tax-challenges-arising-from-the-digitalisation-of-the-economy-october-2021.htm>.

³ Members of the OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS joining the October 2021 Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy as of 9 June 2023. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/oecd-g20-inclusive-framework-members-joining-statement-on-two-pillar-solution-to-address-tax-challenges-arising-from-digitalisation-october-2021.pdf>.

⁴ Trade and Development Report 2018 : Report by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2018_en.pdf.

⁵ Programme of Work to Develop a Consensus Solution to the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy, OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS. Paris : OECD, 2019. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/programme-of-work-to-develop-a-consensus-solution-to-the-tax-challenges-arising-from-the-digitalisation-of-the-economy.htm>.

⁶ Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy – Global Anti-Base Erosion Model Rules. URL: <https://www.oecd.org/tax/beps/tax-challenges-arising-from-the-digitalisation-of-the-economy-global-anti-base-erosion-model-rules-pillar-two.htm>.

ла двокомпонентний інструмент розв'язання проблем у сфері оподаткування цифрової економіки, які виникли внаслідок стрімкої диджиталізації. Цей інструмент містить Компонент 1 (Pillar 1) і Компонент 2 (Pillar 2), з уведенням яких відбувається оновлення підходів до розподілу прибутків та податкових прав між країнами щодо найбільших МНК. Так, Pillar 1 сфокусовано на розподілі права на оподаткування між різними юрисдикціями з метою перегляду правил розподілу прибутку (profit allocation) і критеріїв зв'язку (nexus) у контексті податкових викликів цифрової економіки. Pillar 2 поєднує інші питання протидії BEPS, зокрема розроблення правил, що дозволяють юрисдикціям оподатковувати дохід, якщо інші юрисдикції не здійснюють належних прав на оподаткування або виплата доходу підлягає низькому рівню ефективного оподаткування.

Розглядаючи заходи, впроваджувані ОЕСР (BEPS і ATAD) у рамках ЄС, слід підкреслити, що вони мають спільну мету боротьби з податковими ухиленнями й забезпеченням більш справедливого оподаткування. Крім того, вони представляють ініціативи, які розвиваються на різних рівнях – міжнародному, європейському й національному (рис. 14.1) та включають різні заходи й інструменти для досягнення визначених цілей, основні з котрих спрямовані на якісну зміну підходів до адміністрування у сфері оподаткування МНК.

Імплементація вказаних кроків в Україні сприятиме вдосконаленню податкового контролю й фінансового моніторингу, проте основним завданням є підвищення здатності вітчизняної податкової системи до мобілізації внутрішніх доходів і формування справедливого фіскального простору, що відповідатиме трансформаціям у міжнародному економічному середовищі.

14.3. Розроблення та обґрунтування перспективних напрямів, середньострокових і поточних завдань щодо протидії агресивному податковому плануванню в контексті формування Національної стратегії доходів на 2024–2030 роки

Фіскальні ризики в інституціональному просторі гармонізації складових фіскальної політики національного та наднаціонального рівня. Наразі відбувається значне поширення явищ фрагментації економічних відносин. Після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. і торговельних обмежень протягом наступних років пандемія COVID-19 і повномасштабне вторгнення російських військ в Україну стали подальшим випробуванням для міжнародних відносин, посиливши скептицизм щодо переваг глобалізації. За оцінками МВФ, навіть обмежена фрагментація супроводжується ризиками істотного скорочення світового ВВП.

Великі авторитарні країни становлять воєнну загрозу для західного світу. Наближення нових конфліктів і санкцій ще більше підштовхує компанії до перенесення виробництв ближче до своїх ринків збуту. Експерти МВФ зазначають: “Крихкі держави (fragile states) мають особливості, котрі погіршують динаміку їхніх соціально-економічних показників. Ідеться про недосконале інерційне, часто неадекватне управління змінами; недостатній адміністративний потенціал; постійну

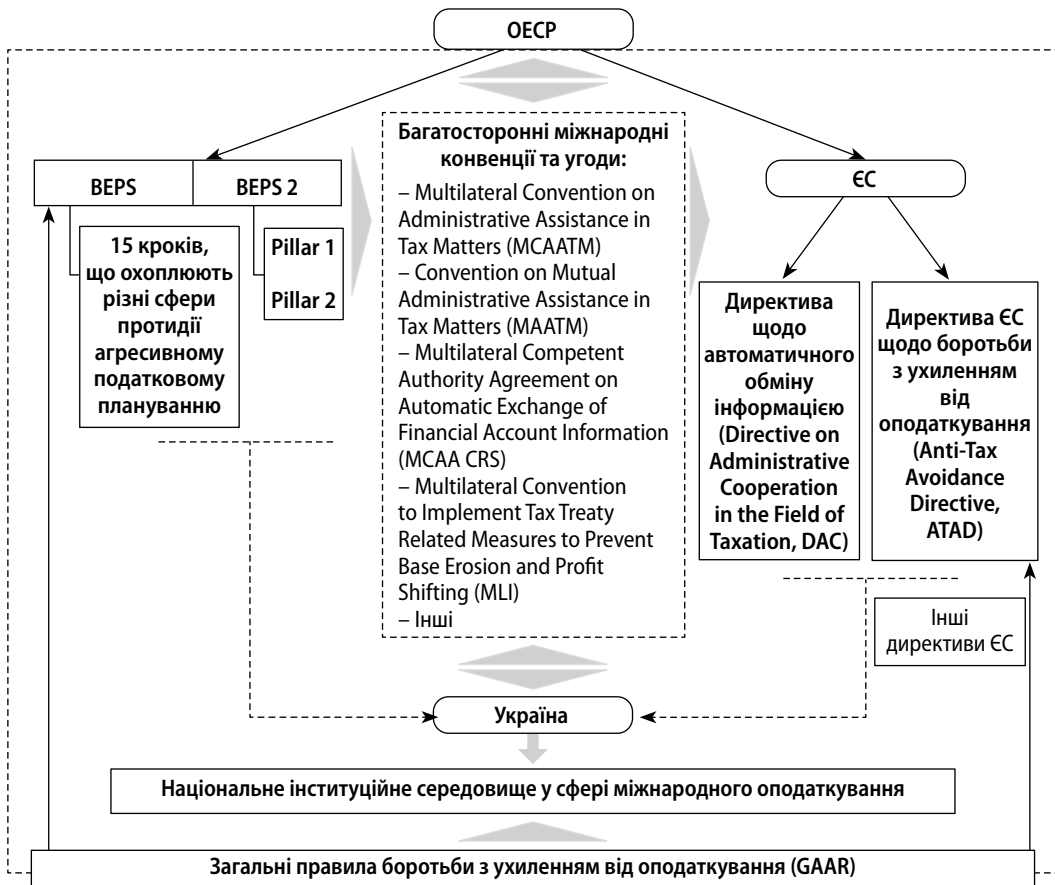


Рис. 14.1. Блок-схема міжнародної системи взаємодії у сфері протидії розмиванню податкової бази та ухиленню від оподаткування

Побудовано автором.

соціальну напруженість; прояви насильства; наслідки воєн, збройних конфліктів, гуманітарних криз. У цих країнах спостерігається низький рівень практично всіх характеристик інституційного, соціально-економічного простору, включаючи якість, доступ громадян до соціальних послуг, а також результативність використання різних форм міжнародної підтримки” (Akanbi et al., 2021, app. 1, p. 35). Аналітики ОЕСР наголошують на необхідності моніторингу схильності потенційно крихких держав до впливу різних чинників вразливості (vulnerability). Фахівці Швейцарського агентства розвитку та співробітництва (Swiss Agency for Development and Cooperation) та Агентства США з міжнародного розвитку (United States Agency for International Development, USAID) відзначають вагу фактора усвідомлення населенням легітимних засад владних повноважень держави. На погляд експертів Євро-

союзу, G7, Африканського банку розвитку, Федерального міністерства економічного співробітництва та розвитку Німеччини (German Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, BMZ), не менш важливо оцінювати такі аспекти, як рівень економічної, географічної ізоляції, ступінь захищеності системи державної національної безпеки, суверенітету, корупції, правосуддя тощо (Akanbi et al., 2021). Департамент міжнародного розвитку (Department for International Development, DFID), Світовий банк наголошують на потребі стандартизувати кількісні та якісні оцінки стану потенційно крихких держав із застосуванням відповідних показників (World Bank's CPIA¹, African Development Bank Group indicators²), індикаторів (The Fund for Peace's Failed States Index, FSI³) і баз даних (The Uppsala Conflict Database⁴).

На тлі глобалізації разом із посиленням конфліктності між країнами, регіонами Африки, Євразії та Америки відбуваються істотні зміни в просторово-територіальній взаємодії економічних агентів. Створюються нові й перебудовуються існуючі міжнародні організації. Їхні рішення певною мірою нівелюють норми національного суверенітету незалежних держав у різних сферах управління, обороноздатності тощо. Характеристики сучасних періодичних криз, породжених диспропорціями у сфері фінансів і грошового обігу, за швидкістю поширення валютними й фінансовими ринками, охоплення територій (країн, регіонів) незрівнянно вищі, ніж у минулому. Незаконному вторгненню військ РФ на територію України передувало пов'язане почасти з пандемією COVID-19 загострення різних соціально-економічних, політичних, воєнних, міграційних, культурних та інших проблем у світовому співтоваристві. В умовах воєнного стану необхідне дотримання рівноваги між цілями розвитку економічних агентів, особливо в процесах забезпечення збалансованості між турбулентністю (швидкістю та величиною мінливості) зовнішнього середовища і здатністю регуляторних структур реагувати на ці зміни.

Оскільки все в сучасному світі стає більш взаємопов'язаним, інструменти агресивного податкового планування, тобто умисного зменшення обсягів оподаткованого доходу й багатства, також набувають значного поширення в контексті реалізації удаваних угод, ділової активності МНК, функціонування механізмів tax shelters (податкових притулків). Незважаючи на те що угоди про уникнення подвійного оподаткування (тобто угоди, підписані двома країнами для запобігання сплаті одного й того самого податку двічі транснаціональними корпораціями або фізичними особами) можуть сприяти залученню інвестицій, деякі з них також використовуються для мінімізації оподаткування. Витрати, пов'язані з обмеженнями на процедури оподаткування, є особливо актуальними в разі потоків, спрямованих у деякі великі інвестиційні центри, зокрема на Кіпр, у Нідерланди, Швейцарію.

¹ FY21 List of Fragile and Conflict-affected Situations. URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/888211594267968803/FCSList-FY21.pdf>.

² Country Policy and Institutional Assessment. URL: <https://cpia.afdb.org/>.

³ Fragile States Index 2021 : Annual Report. URL: <https://fragilestatesindex.org/2021/05/20/fragile-states-index-2021-annual-report/>.

⁴ Uppsala Conflict Data Program (UCDP). URL: <https://ucdp.uu.se/>.

рію, Люксембург. Чим привабливішою є угода, що обмежує податкові права, тим більше доходів надходить до цих центрів. Звітність про доходи філій МНК зазвичай передбачає, що заявлена дохідність пояснюється структурою власності. Тобто компанії, пов'язані із філіями в деяких країнах із привабливими угодами, як правило, є менш прибутковими. Таким чином, податкові адміністратори при розгляді міжнародної тактики бухгалтерського обліку повинні приділяти більшу увагу МНК зі штаб-квартирами в цих країнах. Потрібно мати на увазі, що там, де інвестиційна діяльність переспрямовується через інші країни, щоб скористатися перевагами низького оподаткування, втрати доходів бюджетів навряд чи можуть бути компенсовані будь-якими потенційними вигодами.

Поглиблення процесів цифровізації світових ринків капіталу призвело до загострення проблеми поширення практик агресивного податкового планування, розмивання податкової бази та ухилення від оподаткування, що актуалізує питання наявності й достовірності інформації в податкових і фіскальних цілях. З огляду на це постає потреба в тому, щоб не просто акумулювати та аналізувати інформацію, а й здійснювати міжнародний обмін нею з метою запобігання її асиметрії в цілях розмивання податкової бази та ухилення від оподаткування. В іншому випадку неможливо буде досягнути податкові наслідки діяльності МНК.

Передумовами виникнення асиметрії податкової інформації є: глобалізація економіки, зростання обсягів транскордонних операцій і операцій з невизначеним місцем їх здійснення, поширення практики застосування інституту номінальних власників корпоративних прав у національних юрисдикціях. Істотно посилюють ризики асиметрії інформації цифровізація економічних процесів та розвиток ІТ-технологій, національні особливості нормативно-правового регулювання податкових відносин і протидії податковому шахрайству, а також неузгодженість методології й технічних регламентів збору, зберігання, обробки та обміну інформацією.

Як зазначалося, відповіддю на сучасні виклики розмивання податкової бази й ухилення від оподаткування є зусилля міжнародної спільноти щодо реалізації заходів з обмеження можливостей ухилення від сплати податків за допомогою податкових і юридичних інструментів, а також забезпечення транспарентності бізнес-процесів. Такі зусилля було реалізовано шляхом запровадження Плану дій BEPS, що включає 15 кроків, які охоплюють різні сфери протидії агресивному податковому плануванню. В Україні цей план дій реалізується через низку заходів та законодавчих змін.

Обмін інформацією між податковими органами різних держав посідає найважливіше місце серед міжнародних інструментів боротьби з транскордонними схемами ухилення від оподаткування й викривлення конкурентного середовища, а обмін даними між різними органами влади в межах країни є ефективним механізмом боротьби з податковими правопорушеннями на національному рівні.

Глобальне міжнародне співробітництво з питань оподаткування та обміну інформацією в податкових цілях здійснюється на основі багатосторонніх конвенцій і стандартів, таких як:

- Конвенція про взаємну адміністративну допомогу в податкових справах (МСАА);
- Багатостороння конвенція щодо виконання заходів, які стосуються угод про оподаткування, з метою протидії розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування (Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting, *далі* – Багатостороння конвенція MLI);
- Директива ЄС про адміністративну співпрацю з питань оподаткування (EU Directive on ACCMAA in Tax Matters).

Україна активно співпрацює з ОЕСР та іншими міжнародними організаціями для реалізації BEPS, стала учасницею Глобальної ініціативи з обміну інформацією про фінансові рахунки (CRS) та впроваджує систему автоматичного обміну інформацією з іншими країнами. Крім того, вона підписала низку багатосторонніх угод, що спрямовані на боротьбу з ухиленням від оподаткування, а також приєдналася до реалізації Плану дій BEPS шляхом долучення до певних міжнародних конвенцій і директив.

Слід зауважити, що до березня 2023 р. не всі регулятори передбачали можливості системного впровадження автоматичного обміну податковою інформацією в нашій державі. Такий обмін та умови уникнення подвійного оподаткування в рамках зазначених угод створили основу для прийняття рішень у податковій сфері щодо платників-резидентів, які мають доходи поза межами країни, проте лише в рамках обміну за запитами й спонтанного обміну. Наприклад, на підставі договору про уникнення подвійного оподаткування, інформацію до березня 2023 р. можна було отримати тільки за запитом податкових органів, в якому описано конкретну ситуацію, стосовно котрої потрібна запитувана інформація. Як правило, відповіді на такі запити можна отримати лише в рамках кримінальних справ та за наявності достеменних доказів того, що державі була заподіяна шкода.

Слід зазначити, що протягом останніх років кількість запитів податкових органів України до податкових органів інших країн на отримання інформації зменшувалася. Так, якщо у 2015 р. фіскальне відомство подало 1 093 запити, то у 2019 р. їх було 950. Найбільше запитів було направлено до Кіпру, Великої Британії, Польщі, Німеччини й Латвії. Разом із тим, число запитів на отримання інформації, що надходили від іноземних податкових відомств, за той самий період часу зросло, із 763 запитів у 2015 р. до 892 запитів у 2019 р. (рис. 14.2). Найбільше запитів надійшло в Україну від Польщі, Угорщини, Литви.

Найчастіше вітчизняні компетентні органи подавали запити з таких питань, як:

- взаємовідносини між юридичними особами;
- перевірка реєстрації та статусу платника-нерезидента;
- визначення бенефіціарного власника пасивних доходів (процентів, дивідендів, роялті);
- перевірка фактів укладення контрактів між платниками або їх умов;
- перевірка фактів здійснення взаєморозрахунків між платниками в разі наявності заборгованості;

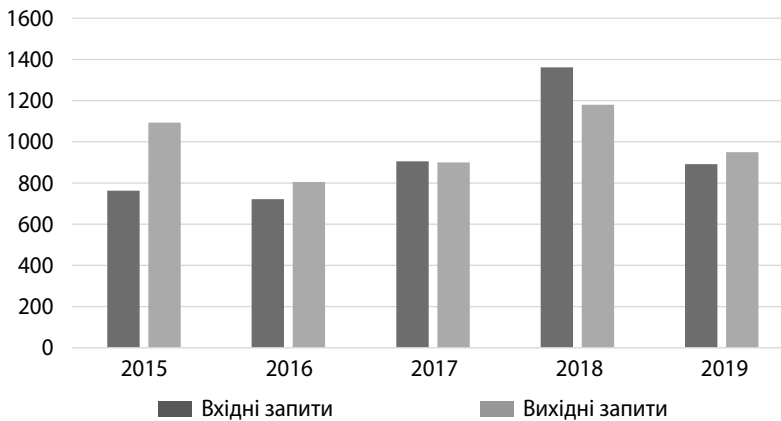


Рис. 14.2. Обмін інформацією між компетентними органами України та країн світу за запитом у 2015–2019 рр.

Джерело: (Олейнікова, & Долженко, 2020, с. 84–85).

- надання банківської інформації;
- трансфертне ціноутворення.

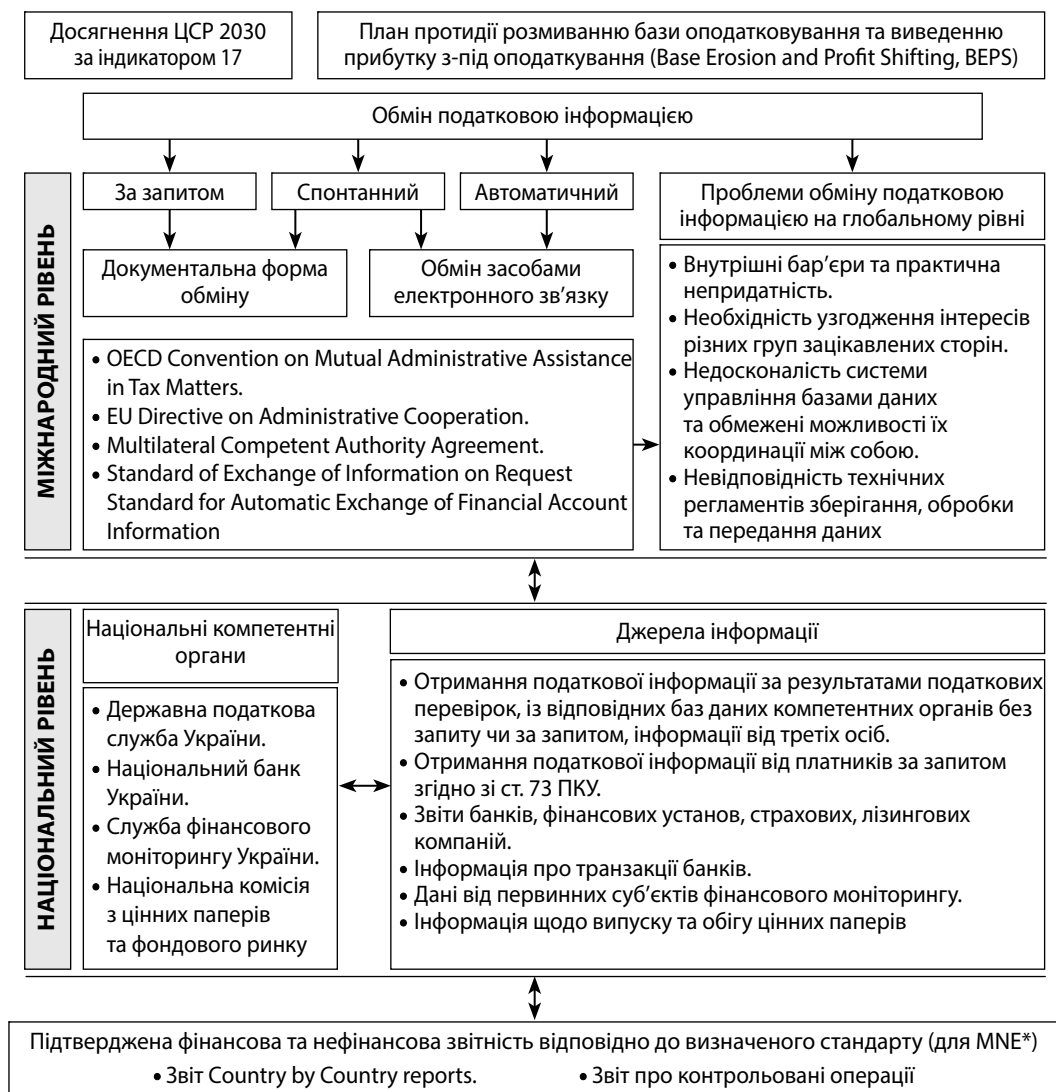
Водночас компетентні органи зарубіжних країн найбільше цікавили такі питання:

- взаємовідносини між фізичними особами;
- підтвердження чи спростування здійснення операцій із купівлі товарів резидентами України та отримання ними відшкодування ПДВ;
- взаємовідносини фізичної особи – резидента іноземної країни з громадянами України (надання позики чи подарунка у вигляді грошових коштів);
- походження доходів фізичних осіб;
- діяльність юридичних осіб (факти укладення контрактів та постачання товарів і послуг, відшкодування ПДВ та ін.).

Зрозуміло, у сучасних умовах, такий підхід є повільним і малоефективним, адже має несистемний, локальний характер. Саме тому останніми роками ведеться активна робота з налагодження інституційної спроможності здійснювати автоматичний обмін податковою інформацією на міждержавному рівні за Загальним стандартом звітності та належної перевірки інформації про фінансові рахунки (CRS). Основою в цьому процесі стали згадані вище Багатостороння угода CRS (багатостороння угода компетентних органів про автоматичний обмін інформацією про фінансові рахунки – Multilateral Competent Authority Agreement on Automatic Exchange of Financial Account Information, MCAA CRS) і Стандарт автоматичного обміну фінансовою інформацією (Standard of Exchange of Information on Request Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information) (рис. 14.3).

Імплементація фіскальних змін та збалансованість інституційного простору з усіма сегментами нормативного регулювання фіскального простору. Виконання роботи із запобігання агресивним практикам податкового планування

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ



* MNE (Multinational enterprise) – мультинаціональні компанії.

Рис. 14.3. Інформаційний простір обміну податковою інформацією

Джерело: (Олейнікова, 2019, с. 72–73).

потребує ширшого інструментарію, ніж багатосторонні угоди щодо порядку обміну інформацією. Якість такої інформації, її повнота та уніфікація дадуть змогу не лише ефективно протидіяти асиметрії інформації в податкових цілях у глобальному середовищі, а й якісно поліпшити національне інформаційно-правове поле, яке забезпечує привабливість ринку та прозорість.

В Україні на національному рівні достовірні дані в податкових цілях формуються Державною податковою службою України, Національним банком України, Службою фінансового моніторингу України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, де інформація, надана платником, зіставляється та доповнюється даними, які надходять від різних компетентних органів, у т. ч. із міжнародних джерел. Подолання викликів асиметрії податкової інформації на наднаціональному й національному рівнях перебуває у сфері забезпечення збору даних за певною методологією, наявності можливостей для обміну, забезпечення достовірності та порівнянності такої інформації, а головне – її захисту й конфіденційності (див. рис. 14.3).

Основою є першоджерело – звітність економічних агентів і прозорість структури їхніх бізнес-процесів та виробничих ланцюжків. У цьому контексті запровадження звітності щодо контрольованих операцій, контрольованих іноземних компаній, а також сплати податків за юрисдикціями (Звіт Country by Country reports) є, безумовно, прогресивним кроком у напрямку подолання асиметрії податкової інформації на глобальному рівні.

Так, у рамках приєднання до Багатосторонньої угоди CRS шляхом прийняття Закону України “Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо імплементації міжнародного стандарту автоматичного обміну інформацією про фінансові рахунки” від 20.03.2023 № 2970-IX¹ наша країна імплементувала в національне законодавство:

- Common Standard on Reporting and Due Diligence for Financial Account Information (CRS) – Загальний стандарт звітності та належної перевірки інформації про фінансові рахунки (Загальний стандарт CRS);
- Exchange of Information on Request (EOIR) Standard – Стандарт щодо обміну інформацією за запитом (EOIR);
- Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of Country-by-Country Reports – Багатостороння угода компетентних органів про автоматичний обмін звітами у розрізі країн (Багатостороння угода CbC);
- Qualifying Competent Authority Agreement (QCAA) – Угода, укладена між компетентними органами України та іноземної юрисдикції, які є сторонами чинного міжнародного договору, що містить положення про обмін інформацією для податкових цілей, яка передбачає автоматичний обмін звітами у розрізі країн міжнародної групи компаній між Україною і такою іноземною юрисдикцією².

Аналіз Закону України від 20.03.2023 № 2970-IX³ показав, що його метою є впровадження загального стандарту звітності та належної перевірки інформації про фінансові рахунки відповідно до затвердженого ОЕСР Загального стандарту

¹ Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо імплементації міжнародного стандарту автоматичного обміну інформацією про фінансові рахунки : Закон України від 20.03.2023 № 2970-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2970-20#Text>.

² Там само.

³ Там само.

CRS. Це обов'язкова умова для приєднання України до Багатосторонньої угоди CRS, до якої наша держава долучилась у серпні 2022 р. в особі Державної податкової служби України.

Також наказом Міністерства фінансів України від 26.05.2023 № 282 затверджено Порядок застосування загального стандарту звітності та належної перевірки інформації про фінансові рахунки (Common Standard on Reporting and Due Diligence for Financial Account Information)¹. Порядок має на меті регулювати процедури та стандарти, які повинні виконувати фінансові установи для збору й перевірки інформації про підзвітні рахунки, де серед ключових аспектів визначено, яку інформацію має містити звіт про кожний підзвітний рахунок, що обслуговує підзвітна фінансова установа; встановлені критерії для належної комплексної перевірки, спрямованої на виявлення підзвітних рахунків: існуючі рахунки фізичних осіб, нові рахунки фізичних осіб, існуючі рахунки організацій, нові рахунки організацій. Також застосовано додаткові правила для виконання процедур, включаючи оцінку документів і доказів, агрегацію залишків рахунків та обчислення валютних перерахунків, і окреслено обов'язки підзвітних фінансових установ, а саме: визначення статусу підзвітної фінансової установи, застосування належної комплексної перевірки до фінансових рахунків, упровадження відповідних правил для виявлення підзвітних рахунків згідно з умовами Багатосторонньої угоди CRS та іншими аспектами.

Отже, Україна вдається до рішучих заходів для створення прозорого податкового середовища та запровадження міжнародних стандартів, що сприяють боротьбі з ухиленням від сплати податків і розмиванням податкової бази, а також упровадженню принципів та рекомендацій, запропонованих ОЕСР у рамках Плану дій BEPS. Важливим елементом такої боротьби в рамках Плану дій BEPS є підписання нашою країною Багатосторонньої конвенції MLP², що є кроком 15 Плану дій BEPS і визначає умови для виконання країною кроків 6 та 14.

Нові виклики зумовили зміну інституційного середовища в цілях оподаткування та коригування інструментів податкового контролю шляхом запровадження нових підходів до формування, обробки й використання інформації в податкових цілях. Наразі не всі виклики у сфері оподаткування врегульовано, як і не всі інституційні засади в Україні відповідають динаміці та системності, що притаманні розвинутим країнам світу, передусім державам – членам ЄС. Це означає, що найближчим часом податкові органи України не зможуть отримувати інформацію в автоматичному режимі про закордонні рахунки й прибутки своїх податкових резидентів, хоча вже проводимуть збір інформації та звітуватимуть щодо таких компаній. Одним із напрямів “домашньої роботи” є імплементація директив у сфері протидії ухиленню від сплати податків (ATAD I і ATAD II), а також Директиви 2021/514ЄС (DAC 7), що включає

¹ Про затвердження Порядку застосування загального стандарту звітності та належної перевірки інформації про фінансові рахунки (Common Standard on Reporting and Due Diligence for Financial Account Information) : наказ Міністерства фінансів України від 26.05.2023 № 282. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1090-23#Text>.

² Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting. URL: <https://mof.gov.ua/uk/mli-441>.

запровадження таких нових для України інструментів, як GAAR, антигібридні правила (hybrid mismatch) тощо, котрі спрямовані на ефективну протидію ухиленню від сплати податків в Україні, у т. ч. з урахуванням розвитку цифрової економіки.

14.4. Шляхи гармонізації національного інституціонального середовища запобігання агресивному податковому плануванню з міжнародними нормами та правилами

Нейтралізація фіскальних ризиків агресивного податкового планування в цілях забезпечення фіскальної та монетарної безпеки країни в період воєнного стану та повоєнного відновлення. Мобілізація внутрішніх доходів країни в контексті нововведень у сфері адміністрування податків і фінансового моніторингу є однією з пріоритетних цілей державної фіскальної політики, спрямованої на створення можливостей в економічному просторі країни та запобігання пов'язаним із цим ризикам.

За результатами проведеного аналізу, до ключових пріоритетів податкової політики України віднесено:

- забезпечення антикризової податкової політики під час воєнного стану та повоєнного відновлення, а також в умовах поширення глобальних і національних ризиків невизначеності, крижкості державного устрою¹;
- упровадження заходів щодо боротьби з відмиванням грошей (Anti-Money Laundering, AML) для підвищення рівня дотримання податкового законодавства та боротьби з податковими злочинами;
- подолання корупції, яка існувала в Україні до війни, зокрема в органах державної податкової адміністрації. Цей особливо небезпечний тип корупції пов'язаний із владою олігархів, що отримали активи внаслідок посткомуністичної приватизації;
- гармонізацію вітчизняного податкового законодавства з нормами ЄС в умовах дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС і подання заявки на вступ до ЄС за прискореною процедурою.

Нагальними є такі кроки у сфері справляння податків:

1. Відновлення й реконструкція України, що потребуватимуть величезних фінансових ресурсів за підтримки міжнародної спільноти. Проте наша країна повинна посилювати мобілізацію внутрішніх доходів для фінансування соціальних та інфраструктурних потреб (згідно з міжнародними зобов'язаннями перед МВФ і ЄС). При розробленні й реалізації Національної стратегії доходів² має бути виокремлено спеціальний розділ стосовно радикальних змін у діяльності Державної податкової служби України (ДПС).

¹ За даними Всесвітнього економічного форуму (м. Давос, Швейцарія) зі 124 країн лише в десятих, зокрема в Україні, наявний один із п'яти політичних і макроекономічних ризиків середньострокового розвитку – State collapse (крах державності) (див.: The Global Risks Report 2022 / World Economic Forum. 2022. 117 р. URL: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2022.pdf).

² Витяг із протоколу засідання Кабінету Міністрів України від 24.03.2023 № 40 (щодо розроблення Національної стратегії доходів).

2. Упровадження заходів щодо боротьби з відмиванням грошей (AML) для підвищення рівня дотримання податкового законодавства та боротьби з податковими злочинами (йдеться про виявлення осіб, які ухиляються від сплати податків; запровадження стримувальних санкцій; прозорість ділової активності платників податків; правозастосування)¹. Відмивання грошей і податкові злочини зазвичай пов'язані з приховуванням, використанням удаваних угод, методів обфускації (obfuscation – навмисне спотворення) або іншим маскуванню незаконних чи оподатковуваних доходів. Аналогічно податкові злочини спрямовані на приховування від податкових органів оподатковуваного доходу шляхом ухилення від декларування².

2.1. З боку державних податкових і митних органів необхідно посилити протидію використанню підставних компаній, зловживанням у рамках діяльності трастових та інших подібних юридичних структур, поширенню фінансових послуг професійних посередників, офіційних і неформальних номінальних директорів та акціонерів, реалізації шахрайських операцій і легалізації їх у бухгалтерському обліку.

2.2. Розширити міжнародне співробітництво, що є одним зі стратегічних напрямів Рекомендацій FATF³. Подібно до відмивання грошей, інтернаціональні схеми ухилення від сплати податків часто застосовуються для ухилення від податкових зобов'язань і агресивного планування. Податкова адміністрація має негайно посилити вектор реалізації розроблених міжнародними організаціями інструментів, спрямованих на превенцію: використання банківської таємниці, незаконного переміщення коштів по всьому світу, особливо в офшорні податкові притулки та юрисдикції.

2.3. У діяльності податкових органів потрібно вжити заходів щодо результативного обміну фінансовою розвідувальною інформацією для виявлення ухилення від сплати податків. Податкові органи повинні мати доступ до інформації FIUs (Financial Intelligence Units – підрозділи фінансової розвідки) з метою податкового адміністрування⁴.

3. Зміна преференційної політики у бік зменшення суми пільг і категорії їх отримувачів.

¹ У період економічного спаду та реалізації антикризових дезінфляційних макроекономічних заходів такий спосіб мобілізації внутрішніх доходів однаково актуальний як для розвинутих країн, так і для тих, що розвиваються. Заходи боротьби з відмиванням грошей уже застосовувалися для поліпшення податкового законодавства під час європейської боргової кризи (у Греції, Італії й Португалії).

² Немає міжнародно визнаного визначення понять «податкові злочини», «адміністративні податкові правопорушення», «ухилення від сплати податків» і «податкове шахрайство»; у різних країнах їх значення має відмінності.

³ FATF Recommendations (2012-2023), Recommendations 36-40; FATF Methodology (2013-2023); Immediate Outcome; у багатьох країнах розслідування та судові переслідування у складних справах про відмивання грошей із транскордонним елементом ще не стали поширеною практикою (FATF, 2022).

⁴ За даними ОЕСР, серед 51 опитаної країни 37 країн, тобто близько 75 %, надають податковим органам доступ до інформації FIUs із метою адміністрування податків (ОЕСР, 2017). Ще більше країн дозволяють податковим органам доступ до інформації FIUs у зв'язку з розслідуванням податкових правопорушень (у 48 з 51 опитаної країни, тобто близько 94 %).

- 3.1. Світова практика доводить¹, що ключовим напрямом реформування пільгового оподаткування є використання концептуальних засад податкових витрат². Ідеться про ідентифікацію адміністрування бюджетних програм (цілепокладання, оптимізацію витрат, контроль тощо) й податкових пільг. Останні, по суті, є законодавчо дозволеним фінансовим ресурсом, що залишається в розпорядженні платника податків замість сплати до дохідної частини бюджету. Тому поняття “податкові витрати” постає за змістом аналогом терміна “бюджетна програма”. Практичними аспектами впровадження й реалізації концепції податкових витрат є: мінімізація впливу на доходи бюджету³; використання в діяльності ДПС концепції управління комплаєнс-ризиком для запобігання застосуванню агресивного податкового планування тими з них, на котрих податкові пільги не поширюються; максимальна податкова підтримка галузей, що братимуть найактивнішу участь у повоєнній розбудові економіки (будівництво, сільське господарство, виробництво тощо). При цьому при розробленні податкових пільг слід урахувати, що відповідно до Pillar 2 глобальна мінімальна ставка оподаткування становить 15 %⁴.
- 3.2. Підвищити прозорість та підзвітність щодо застосування податкових соціальних пільг.
4. Гармонізація законодавства України з наднаціональними нормами ЄС.
- 4.1. Необхідно продовжити приведення норм Податкового кодексу України щодо справляння ПДВ у відповідність із Директивою Ради Європи 2006/112/ЄС від 28 листопада 2006 р. “Про спільну систему податку на додану вартість”. У разі потреби в продовженні режиму воєнного стану на тривалий період альтернативою таким змінам може бути звернення до Євросоюзу стосовно підписання додаткового протоколу до Угоди про асоціацію між Україною та ЄС про відтермінування плану гармонізації податкового законодавства на один рік.
- 4.2. Слід ініціювати відтермінування імплементації в національне законодавство положення ст. 1 Директиви Ради 2008/118/ЄС “Про загальний режим акцизних зборів” протягом двох років після скасування воєнного стану та реалізації ст. 353 Угоди про асоціацію між Україною та ЄС щодо повного наближення до структури оподаткування, визначеної в *acquis* ЄС, відповідно до Додатка XXVIII до глави 4 “Оподаткування” Угоди про асоціацію

¹ Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0085>.

² Report on Federal Tax Expenditures – Concepts, Estimates and Evaluations 2023. URL: <https://www.canada.ca/en/departement-finance/services/publications/federal-tax-expenditures/2023/part-1.html>.

³ Втрати бюджету внаслідок використання податкових пільг за даними Державної служби статистики України відрізняються від аналогічної інформації, відображеної в Global Tax Expenditures Database (<https://gted.net/country-profile>).

⁴ Confidentiality and Information Security Management Toolkit / OECD. 2020; Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy, Pillar 1 тощо.

(вимоги Директиви, як правило, не підлягають прямому застосуванню, й тут особливо важливим є врахування форс-мажорних (воєнних) обставин, в яких наразі функціонує українська економіка).

- 4.3. Підготувати запити в частині реалізації вимог Директиви Ради 2003/96/ЄС “Про реструктуризацію системи Співтовариства з оподаткування продуктів енергії та електроенергії” (як країни зі статусом кандидата на членство в ЄС) із проханням про тимчасове застосування заходів щодо звільнення від акцизу або встановлення нижчих ставок, ніж загальноєвропейські мінімальні ставки, на всі енергопродукти (нафтопродукти, вугілля, природний газ) і електроенергію.

5. Для підвищення рівня добровільної сплати податків та мінімізації фізичних контактів між представниками контролюючих органів і платниками податків необхідно якісно пришвидшити диджиталізацію процедур податкового й митного адміністрування та розширити перелік онлайн-послуг для платників, доступних в електронному кабінеті, а також забезпечити надання узагальнюючих податкових консультацій для застосування податкового законодавства й зниження темпів поширення епідемій за єдиним підходом.

6. Зважаючи на чималий досвід справедливого оподаткування в країнах ЄС, варто запровадити поступовий перехід до прогресивного оподаткування доходів громадян в Україні¹. З огляду на воєнні дії й скрутне становище населення, нагальним питанням є зниження 18-відсоткової ставки для соціально незабезпечених громадян та її істотне підвищення стосовно осіб, чий доходи помітно перевищують середні по країні. Також варто посилити прогресивність майнового оподаткування.

7. У сфері протидії виведенню капіталу слід поліпшувати норми податкового законодавства й правила адміністрування з боку ДПС щодо протидії виведенню прибутку згідно з міжнародною податковою реформою BEPS 2.0. Необхідне подальше вдосконалення правил трансфертного ціноутворення, а саме запровадження трирівневої структури документації для міжнародних груп компаній, яка включає документацію з трансфертного ціноутворення (local file), глобальну документацію (master file) і звіт у розрізі країн (Country-by-Country reporting) у межах імплементації положень кроку 13 Плану дій BEPS, а також удосконалення механізму контролю за розподілом функцій, ризиків та нематеріальних активів платника податків, що входить до міжнародної групи компаній.

8. Розроблення й імплементація інструментарію податкової підтримки відбудови, стимулювання інвестиційного розвитку економіки України в умовах післявоєнного відновлення на основі використання найкращих світових практик, наближення податкового законодавства до норм і правил, передбачених Директивами та Рекомендаціями ЄС у контексті Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і його державами-членами.

¹ Eurogroup statement on fiscal policy orientations for 2023. URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/07/11/eurogroup-statement-on-fiscal-policy-orientations-for-2023/>.

Перспективи спрямування інструментів запобігання агресивному податковому плануванню та подальшої розбудови інституціонального фіскального простору відповідно до міжнародних норм і правил. Стосовно податкового адміністрування та розширення інструментів впливу на процеси розмивання податкової бази й ухилення від сплати податків основну увагу у сфері прямого оподаткування слід зосередити на:

- упровадженні директив, спрямованих на боротьбу з ухиленням від сплати податків (ATAD I та ATAD II), що передбачають впровадження таких нових для України інструментів, як загальне правило протидії ухиленню від сплати податків і антигібридні правила;
- включенні в процес обміну інформацією такого важливого сегмента цифрової економіки, як доходи, отримані від інтелектуальної власності. Так, відповідно до п. (b) ст. 2 Директиви Ради 2003/49/ЄС¹ та змін, що відбулися за останніх два роки, роялті слід віднести до категорій доходів, які підлягають обов'язковому автоматичному обміну інформацією з метою посилення боротьби з податковим шахрайством і ухиленням від сплати податків. Передбачено, що держави-члени докладатимуть усіх можливих та розумних зусиль, щоб включити податкові ідентифікаційні номери (ІПН) резидентів, видані державою-членом проживання, у повідомлення щодо категорій доходу й капіталу, які підлягають обов'язковому автоматичному обміну інформацією. У цьому контексті в Україні, як країні, що в перспективі втупить до ЄС, необхідно імплементувати зазначений напрям обміну до свого національного нормативно-правового простору, що дасть змогу забезпечити справедливість в оподаткуванні доходів від інтелектуальної власності;
- імплементатії положення Директиви про адміністративне співробітництво (DAC 7) щодо автоматичного обміну інформацією операторів цифрових платформ, запровадивши відповідний стандарт ОЕСР, який створить основу для належного контролю за цифровою діяльністю;
- внесенні змін до національного законодавства, а також двосторонніх конвенцій про уникнення подвійного оподаткування, що імплементують положення Pillar I та Pillar II.

Слід зауважити, що в рамках Програми роботи з вирішення податкових викликів, пов'язаних із цифровою економікою, прийнятої Inclusive Framework (Україна входить до 135 країн, які співпрацюють у рамках Програми розширеного співробітництва ОЕСР/G20 План дій BEPS), реалізація Плану дій BEPS 2.0 передбачає впровадження двох компонентів: Pillar I і Pillar II.

Так, Pillar I акцентовано на вирішенні питань щодо того, як міжнародні правила оподаткування, такі як трансфертне ціноутворення (ТЦ) і принцип “витягнутої руки”, можуть бути трансформовані таким чином, щоб враховувати зміни,

¹ Council Directive 2003/49/EC of 3 June 2003 on a common system of taxation applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2003/49/oj>.

пов'язані з процесами цифровізації глобальної економіки. Основу трансформації мають становити правила розподілу податкових прав між юрисдикціями й порядком розподілу прибутку. Так, фізична присутність уже не може бути основою для розподілу прав на оподаткування та повинна базуватися на доході, котрий продавець отримує від продажів у конкретній країні. Чинні правила, яких більше недостатньо для регулювання цифрової економіки, має бути змінено для забезпечення справедливого розподілу податкових прав у глобалізованому світі. Запровадження ОЕСР підходу, що передбачає нові правила зв'язку (правила економічної присутності) та новий механізм розподілу прибутку, вимагає від України належної реакції й формування інституціонального підґрунтя для запровадження сучасних підходів, спрямованих на забезпечення резильєнтності розвитку національної економіки.

Варто враховувати, що країна, в якій проживають споживачі товарів або послуг певної компанії, має право на частку доходу від продажу товарів (послуг) відповідно до правила економічної присутності, за тривієвим механізмом розподілу. Такий єдиний підхід полягає в розрахунку:

- суми А (модифікований метод розподілу залишкового прибутку);
- суми В (метод часткового розподілу);
- суми С (метод розподілу прибутку за видами діяльності).

Зазначений механізм передбачає збереження існуючих правил ТЦ, але передбачає їх доповнення формульними розрахунками, що базуються на обсягах продажів і аналізі складніших сценаріїв торгових операцій. Водночас застосування єдиного підходу передбачає функціонування надійних механізмів попередження й вирішення спорів між платником податків та ринковими країнами.

Основний принцип Pillar I полягає в тому, що компанії повинні сплачувати податки в країнах, де вони отримують прибуток, а не тільки за місцем їх юридичної реєстрації, та спрямований на цифровий бізнес і онлайн-комерцію, але не обмежується ними. Передбачено, що дія Pillar I буде зосереджена на великих МНК із консолідованим доходом усіх структур групи понад 750 млн євро.

Pillar II зосереджується на питаннях запобігання виведенню прибутків МНК в юрисдикції, де вони взагалі не оподатковуються або оподатковуються за низькою ставкою. У рамках цього компонента ОЕСР розробила Глобальну пропозицію щодо протидії розмиванню податкової бази (Global Anti-Base Erosion, GloBE), яка передбачає застосування мінімальної ефективної податкової ставки для оподаткування прибутку МНК, що, як уже зазначалося, становить 15 %¹, і містить чотири правила:

1) “правило включення доходу” (an income inclusion rule), згідно з яким прибуток дочірніх компаній (представництв, контрольованих компаній) буде оподатковуватись, якщо він оподатковується за ефективною ставкою, нижчою за погоджену мінімальну ставку податку;

2) “правило обов'язкових платежів” (an undertaxed payments rule), що діятиме шляхом відмови у визнанні податкових витрат платника податків або додатково-

¹ Confidentiality and Information Security Management Toolkit / OECD. 2020; Statement on a Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy, Pillar 1 тощо.

го оподаткування “джерел” платежу (податок на репатріацію) під час здійснення платежу на користь пов’язаної сторони, якщо цей платіж оподатковується в країні одержувача нижче мінімальної ставки;

3) “правило переходу” (a switch-over rule), яке буде запроваджено в угодах про уникнення подвійного оподаткування та дасть змогу юрисдикції, з котрої виплачується дохід (не оподатковується та/або оподатковується за низькою ставкою), переходити від звільнення від оподаткування до оподаткування такого доходу за мінімальною ставкою;

4) “податкове правило, що доповнювало б правило обов’язкових платежів” (a subject to tax rule that would complement the undertaxed payment rule), котре передбачає обмеження щодо надання податкових пільг згідно з угодами про уникнення подвійного оподаткування під час здійснення виплат нерезидентам за певними видами доходів, якщо такі виплати оподатковуються в країні одержувача за ставкою, нижчою від мінімальної ставки податку.

Наразі розмір мінімальної податкової ставки становить 15 %. Метою GloBE є координація податкової політики на глобальному рівні шляхом встановлення мінімальної ставки оподаткування прибутку міжнародних корпорацій. Це допоможе обмежити можливості компаній переносити прибуток до юрисдикцій із низьким або нульовим оподаткуванням та покладе край непристойній податковій конкуренції між юрисдикціями.

Приєднання до передових ініціатив в оподаткуванні МНК і цифрової економіки вимагає виконання певної “домашньої роботи” в національному нормативно-правовому й методологічному полі, що створить справедливий фіскальний простір та дасть змогу ефективніше проводити мобілізацію внутрішніх доходів у постковідний час і в період повоєнного відновлення.

Висновки до розділу 14

Необхідно продовжити роботу з детального обґрунтування різних напрямів податкового реформування, що може стати в пригоді, коли центральними органами виконавчої влади буде прийнято політичні та фінансово-економічні засади фіскального регулювання на базі концепції національної безпеки України.

■ Розділ 15

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІСКАЛЬНИМИ РИЗИКАМИ ДІЯЛЬНОСТІ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Нестабільність функціонування світової економічної системи спричиняє непрогнозованість і невизначеність діяльності її суб'єктів. Функціонування підприємств у таких реаліях завжди пов'язане з появою ризиків та загрозами додаткових втрат, що має негативний вплив на результативні показники їхньої діяльності й стан бюджетної системи в цілому. Подібні обставини актуалізують потребу в розробленні інструментів, які сприятимуть ефективному управлінню ризиками та дадуть змогу оптимізувати втрати в умовах невизначеності. Ключову роль серед механізмів забезпечення стійкої діяльності підприємств відіграє управління фінансовими ризиками на мікро- й макrorівні. Для функціонування ефективної системи управління фінансовими ризиками головним інструментом є підвищення стійкості державних фінансів, забезпечення макроекономічної та бюджетної стабільності.

15.1. Методологічні засади управління фінансовими ризиками діяльності державних підприємств

Ефективна політика, спрямована на мінімізацію фінансових ризиків, спричинених діяльністю державних підприємств в умовах ринку та системної економічної кризи, викликаній подоланням негативних наслідків обмежувальних заходів із запобігання виникненню й поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19 і воєнним станом, зумовлює посилення уваги до вдосконалення складних, багаторівневих механізмів контролю їхньої діяльності. Такий контроль передбачає послідовну реалізацію власником етапів управлінських дій, пов'язаних із затвердженням та контролем виконання фінансових планів, які було досліджено в розділі 9.

Обґрунтованість управлінських рішень значною мірою залежить від достовірності, повноти та актуальності інформації, на основі якої вони приймаються. Це твердження є слушним в умовах звичайної діяльності підприємства, але під час економічних криз, спричинених пандемією COVID-19 і збройною агресією російської федерації, воно набирає ще

більшої ваги. Бухгалтерський облік є ключовою ланкою інформаційної системи управління. Тому на етапі визначення методологічних засад управління фінансовими ризиками діяльності державних підприємств важливо зосередити увагу на його вдосконаленні саме в цьому контексті.

Відповідно до сучасного наукового розуміння сутності процесу управління підприємством, облік не розглядається як основна (загальна) його функція. Загальними функціями управління вважаються планування, організація, мотивація та контроль, сутність яких усебічно висвітлено в економічній літературі. Науковці виокремлюють від чотирьох до шести функцій, додаючи до перелічених координацію й аналіз (Георгіаді, & Вільгуцька, 2012; Мочерний та ін., 1995; Зубков, 2020; Єршова, 2017; Коваленко, 2019; Козаченко, 2017; Яркіна, 2014; Ловінська, 2021 та ін.).

Сучасна концепція управління ґрунтується на здобутках класичної адміністративної школи, яку на початку ХХ ст. заснував А. Файоль. Він виокремлював шість видів операцій, виконуваних підприємством, а саме:

- 1) технічні (виробництво, вироблення та обробка);
- 2) комерційні (купівля, продаж і обмін);
- 3) фінансові (залучення коштів та розпорядження ними);
- 4) страхові (страхування й охорона майна та осіб);
- 5) облікові (бухгалтерія, калькуляція, облік, статистика тощо);
- 6) адміністративні (передбачення, організація, розпорядництво (регулювання), координування й контроль) (Ловінська, 2021).

Таким чином, вказані функції управління А. Файоль розглядав як адміністративні операції, а облікові операції за їхнім місцем на підприємстві – як рівнозначні й виробничим операціям, й адміністративним, і трьом іншим. Окрім того, шість видів операцій він називав також суттєвими функціями, що притаманні кожному підприємству, незалежно від його розміру та складності діяльності.

Визнаючи значимість облікової функції, А. Файоль писав: “Це орган зору підприємств. Ця функція повинна давати підприємству можливість знати, які ним досягнуто результати та куди воно йде. Вона повинна давати повні, зрозумілі й точні відомості стосовно економічного стану підприємства... Потрібне відповідне посвячення в цю функцію, як і в інші. Помітна байдужість до неї у великих промислових школах свідчить про те, що люди не усвідомлюють її важливе службове значення” (Fayol, 1916). Тож облік, за А. Файолем, це функція підприємства, що має службове значення відносно інших функцій, у т. ч. до управління, ціль якої – інформаційне забезпечення їх реалізації (Ловінська, 2021).

Оскільки метою цієї праці є дослідження інформаційного забезпечення управління державними підприємствами з урахуванням невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19, доцільно розглянути роль бухгалтерського обліку як інформаційного підґрунтя саме управління, хоч абсолютно очевидною є значимість обліку й для інших функцій підприємства.

Питання використання обліково-економічної інформації в обґрунтуванні управлінських рішень висвітлюються в працях багатьох науковців (Бондар, 2012;

Голов, 2003; Куцик, Бачинський, & Полянська, 2015; Пушкар, 2006 та ін.). Однак практично в усіх них облік трактується як окрема функція управління. Цей підхід сформувався в економічній літературі, у т. ч. з проблематики бухгалтерського обліку, у середині та в другій половині ХХ ст. (Грабова, 1973; Кузмінський, Сопко, & Завгородній, 1993 та ін.). У той час управління як процес розглядалося з позицій кібернетичного підходу, а його функції поділялися на ті, що забезпечують прямий і зворотний зв'язки суб'єкта та об'єкта управління. Облік і контроль виступали функціями зворотного зв'язку. Такий аспект був дуже плідним, оскільки дав змогу застосувати в наукових дослідженнях системний підхід та сформувати наукове підґрунтя для започаткування автоматизації обліку і створення автоматизованих систем управління підприємствами (Ловінська, 2021).

Новий погляд на місце обліку відповідно до сучасних теорій, що ґрунтуються на засадах адміністративної школи управління, тільки-но з'являється в працях українських учених, присвячених питанням обліку. Він дав можливість обґрунтувати функціональне значення та роль обліку й контролю в системі управління діяльністю підприємств та на цій основі розвинути наукове бачення сутності обліково-контрольного забезпечення в сучасних умовах господарювання (Засадний, 2020). З одного боку, облік виступає інформаційним підґрунтям усіх функцій управління (адміністрування за А. Файолем), а з другого – бере участь у реалізації всіх функцій підприємства, включаючи власне управління (Засадний, 2016). Фактично на практиці це відбувалося завжди, від виникнення організованої колективної праці, але як факт визнається наукою лише з часів А. Файоля.

У цьому дослідженні облік розглядається як обслуговуюча функція відносно управління державним підприємством. При цьому потрібно також врахувати той факт, що, як підкреслюють Т. А. Бартон, У. Г. Шенкір, П. А. Уокер, у сучасній економіці панує невизначеність (Walker, Shenkir, & Barton, 2002). Тому кожна організація, незалежно від того, яку продукцію вона виробляє або які послуги надає, тією чи іншою мірою стикається з ризиками. В умовах “нової економіки”, що сформувалася на стику тисячоліть, ризики посилились і ускладнились, а це вплинуло на організацію й управління підприємствами (Ловінська, 2021).

Неокласична теорія підприємницьких ризиків є науковим підґрунтям сучасної теорії управління ризиками. Дж. М. Кейнс у праці “Загальна теорія зайнятості, відсотків і грошей” (1936) наводить такі ризики:

- ризик кредитора (ризик неповернення кредиту, пов'язаний із недостатністю грошового й ресурсного забезпечення боргових зобов'язань підприємства);
- підприємницький ризик (ризик невизначеності, пов'язаний з отриманням грошових надходжень від вкладених ресурсів, тобто невизначеність отримання запланованого рівня прибутковості (рентабельності));
- ризик зміни вартості грошової одиниці (об'єктивно існуюча ймовірність втрати грошових коштів унаслідок втрати вартості грошовою одиницею, зміни курсу) (Ловінська, 2021).

Зазначені ризики ускладнюються низкою чинників, зумовлених реаліями “нової економіки”. До них, зокрема, належать: новітні технології та інтернет, глобалізація економіки й посилення світової конкуренції, збільшення свободи торгівлі та міжнародних інвестицій, складні фінансові інструменти, ослаблення державного регулювання в основних галузях економіки, зміни організаційних структур як результат скорочень, реінжинірингу, злиття, зростаючі очікування споживачів продукції й послуг, збільшення кількості та обсягів злиття (Walker, Shenkir, & Barton, 2002).

Ефективне управління ризиками неможливе без урахування причин їх виникнення. Тож відповіддю менеджменту на ускладнення ризиків “нової економіки” стало народження його нової парадигми. Сучасній парадигмі управління ризиками притаманні такі риси (Walker, Shenkir, & Barton, 2002).

- Управління ризиками координується вищим керівництвом; ризик-менеджмент – складова роботи кожного працівника організації (комплексний ризик-менеджмент).
- Процес управління ризиками є безперервним (безперервний ризик-менеджмент).
- Усі можливі ризики розглядаються й вивчаються (розширений ризик-менеджмент) (Ловінська, 2021).
- Як результат, з’являються нові поняття – “комплексний менеджмент”, “інтегрований менеджмент”, “стратегічний менеджмент” тощо (Walker, Shenkir, & Barton, 2002).

Крім зовнішніх ризиків, зумовлених підвищеною невизначеністю зовнішнього середовища, багато ризиків виникає у внутрішньому середовищі компанії. Для подолання зовнішніх і внутрішніх ризиків запроваджуються ERP-системи (Enterprise Resource Planning – управління ресурсами підприємства). ERP-система, як корпоративна автоматизована інформаційна система планування, обліку, контролю та аналізу всіх бізнес-процесів підприємства, спрямована на комплексне управління з метою мінімізації ризиків його діяльності. ERP інтегрує функції підприємства в одну систему, забезпечує їх єдиною базою даних. Слід зазначити, що облік, як складова ERP-системи та обслуговуюча функція управління, за цих умов також змінюється, причому не лише внаслідок впливу автоматизації, а й через те, що розвиток ризик-менеджменту потребує надійного інформаційного підґрунтя для прийняття виважених управлінських рішень, яка давала б змогу виявити ризики, оцінити їх та окреслити шляхи їх усунення. Водночас варто підкреслити, що облікова система підприємства має й власні ризики, так звані ризики недостовірності інформації.

Причини асиметрії облікової інформації досить детально висвітлено в наукових публікаціях (Діба, Загородній, & Партин, 2015; Євдокимов, 2011; Легенчук, & Лозинський, 2012; Москаленко, 2013). Вони різноманітні. Зокрема, це недосконалість нормативно-правового забезпечення господарської діяльності підприємств, що впливає на методи та підходи до оцінки активів, капіталу й зобов’язань, а також порядок проведення та визнання в обліку низки господарських операцій. Ще одна причина – недосконалість методології бухгалтерського обліку і складання фінан-

сової звітності. Якщо усуненням першої причини буде внесення змін до законодавства, то другої – запровадження МСФЗ.

Бухгалтерський облік як обслуговуюча функція управління підприємствами, зокрема державними, виконує завдання інформаційного обґрунтування управлінських рішень. При цьому МСФЗ у сучасних умовах є загальновизнаним методологічним підґрунтям продукування надійної інформації. Їх запровадження сприяє складанню якісної фінансової звітності, що надає важливу інформацію зацікавленим сторонам – власникам, потенційним інвесторам, банкам, персоналу підприємства, характеризує його прибутковість, інвестиційну привабливість, конкурентоспроможність, економічний потенціал (Ловінська, 2021).

Зазначене підтверджують результати емпіричного дослідження регуляторної практики у сфері звітування державних підприємств 27 країн світу, проведеного у 2020 р. експертами ОЕСР (табл. 15.1).

Таблиця 15.1

**Стандарти розкриття інформації у фінансовій звітності державних підприємств
у країнах світу**

Країна	Стандарти, що застосовуються державними підприємствами	Країна	Стандарти, що застосовуються державними підприємствами
Аргентина	МСФЗ для лістингових ДП; NAS для нелістингових ДП	Італія	МСФЗ для лістингових ДП; добровільне застосування МСФЗ для великих ДП; NAS для малих та середніх ДП
Бельгія	МСФЗ; NAS	Японія	GAAP Японії; GAAP США; МСФЗ; Модифіковані міжнародні стандарти Японії
Бразилія	МСФЗ	Корея	МСФЗ
Чилі	МСФЗ	Латвія	МСФЗ – для великих ДП; NAS
Коста-Ріка	МСФЗ; триває робота над переходом на МСФЗ нефінансових державних корпорацій; NAS	Литва	МСФЗ для лістингових та фінансових ДП; добровільне застосування МСФЗ або NAS для інших ДП
Чехія	МСФЗ	Нідерланди	МСФЗ може бути добровільно застосовано ДП; NAS
Естонія	МСФЗ; NAS	Норвегія	МСФЗ для лістингових і фінансових ДП; добровільне застосування МСФЗ або NAS для інших ДП
Фінляндія	МСФЗ; NAS	Польща	МСФЗ для лістингових підприємств та банків; NAS – для інших
Франція	МСФЗ; інші законодавчі норми розкриття ДП публічної інформації	Словаччина	МСФЗ для лістингових підприємств та банків і страхових установ; NAS – для інших ДП, у т. ч. малих та середніх
Німеччина	МСФЗ; NAS (для малих і середніх ДП)	Швеція	МСФЗ – для великих ДП; NAS – для малих ДП
Греція	МСФЗ; NAS	Швейцарія	МСФЗ, GAAP Швейцарії – для лістингових ДП; NAS – для інших

Закінчення табл. 15.1

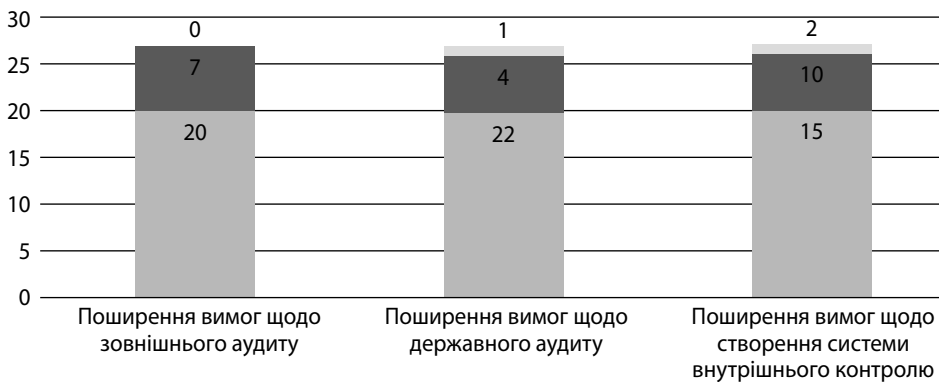
Країна	Стандарти, що застосовуються державними підприємствами	Країна	Стандарти, що застосовуються державними підприємствами
Угорщина	МСФЗ для лістингових і фінансових ДП; добровільне застосування МСФЗ або NAS для інших ДП	Туреччина	NAS
Ісландія	МСФЗ; NAS	Великобританія	МСФЗ (адаптовані для ДП та для цілей складання консолідованої звітності сектору загального державного управління)
Ізраїль	МСФЗ для лістингових ДП; добровільне застосування МСФЗ для великих ДП; NAS для інших ДП		

Примітка. ДП – державні підприємства; NAS – Національні стандарти бухгалтерського обліку.

Складено за: Transparency and Disclosure Practices of State-Owned Enterprises and their Owners / OECD. 2020. Р. 21–22. URL: <http://www.oecd.org/corporate/transparency-disclosure-practices-soes.pdf>.

Вагомим внеском у підвищення якості інформаційного забезпечення оцінки фінансових ризиків є законодавче закріплення вимог щодо обов'язкового аудиту річної фінансової звітності державних підприємств. Таку вимогу запроваджено в Україні, як і в більшості країн світу (рис. 15.1).

Важливість удосконалення бухгалтерського обліку державних підприємств на основі МСФЗ посилюється двома чинниками. По-перше, роллю таких підприємств у національній економіці, яка визначається тим, що їхня діяльність слугує зміцненню безпеки держави (оборонна промисловість, критична інфраструктура,



■ Застосовується до усіх ДП ■ Застосовується до окремих груп ДП ■ Не застосовується

Рис. 15.1. Законодавче закріплення вимог щодо обов'язкового державного аудиту річної фінансової звітності державних підприємств та створення системи внутрішнього контролю в країнах світу

Побудовано за: Transparency and Disclosure Practices of State-Owned Enterprises and their Owners / OECD. 2020. Р. 21–22. URL: <http://www.oecd.org/corporate/transparency-disclosure-practices-soes.pdf>.

транспорт, зв'язок тощо) або спрямована на надання суспільно необхідних послуг, робіт, виготовлення продукції, що їх не мають економічної зацікавленості чи можливості виконувати або виробляти суб'єкти приватного сектору. Державні підприємства становлять дедалі більшу частку світового корпоративного ландшафту, й ця тенденція, на думку експертів ОЕСР, імовірно, збережеться. У контексті сталого розвитку такі підприємства мають важливе значення з огляду на масштаби їхньої діяльності, залученість до високоефективних секторів економіки, а також на те, що вони дають державі можливість "задавати тон на вершині" в бізнес-секторі¹.

За розрахунками ОЕСР, близько чверті найбільших світових компаній повністю або значною мірою належать державі. Серед компаній, що котируються у світі, державна власність становить 14 % глобальної ринкової капіталізації, а лише в зоні ОЕСР-плюс їхня вартість перевищує 2,4 трлн дол. США. У низці країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою частка державної власності в усьому світі є ще вищою. Беручи до уваги численні заходи державної підтримки для подолання економічної кризи, спричиненої COVID-19, ці цифри можуть зростати в регіоні ОЕСР та за його межами. Більше того, у країнах ОЕСР та інших економіках, які можуть мати порівняно невеликий державний сектор, державні підприємства продовжують чинити вплив, що перевищує їхню частку у виробничій сфері національної економіки. Це пояснюється тим, що вони, як правило, надзвичайно великі й зосереджені в галузях (в інфраструктурі, мережевих галузях, фінансах), що мають непропорційно важливе значення для результативності та продуктивності решти бізнес-сектору².

По-друге, за визначенням МВФ, державні підприємства є потенційно вагомим джерелом фіскальних ризиків, оскільки часто виявляються неефективними з економічної точки зору та потребують фінансової підтримки. Допомога проблемним підприємствам коштує їхнім країнам у середньому 3 % ВВП, а в найбільш екстремальних випадках – 15 % ВВП³. Для підприємств, які перебувають у державній власності, питання стійкого фінансування є ширшим, ніж у приватному секторі. Приватні інвестори можуть вирішити визначити стійкість із точки зору зваженої на ризик рентабельності портфелів активів, але кінцевим бенефіціаром державних підприємств є населення в цілому. У цьому сенсі нагляд за такими підприємствами має забезпечити, щоб фінансові й нефінансові розпорядження щодо частки держави в цих підприємствах слугували не лише довгостроковій максимізації прибутку, а й досягненню загальноприйнятих пріоритетів державної політики⁴.

¹ Business and Finance Outlook 2020. Sustainable and Resilient Finance State-owned enterprises, sustainable finance and resilience / OECD. 2020. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2020_5ad33666-en.

² Ibid.

³ Analyzing and Managing Fiscal Risks – Best Practices / IMF. 2016. June. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/050416.pdf>.

⁴ Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient finance / OECD. 2020. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/5ad33666-en/index.html?itemId=/content/component/5ad33666-en#chapter-d1e12276>.

15.2. Міжнародний досвід управління фінансовими ризиками, зумовленими діяльністю державних підприємств

Якщо розглядати управління діяльністю державних підприємств, зокрема в контексті запобігання фінансовим ризикам, як процес створення й удосконалення системи регулювання їх функціонування на міжнародному рівні, то такими інституціями виступають ОЕСР, Світовий банк, ООН, МВФ. Методологічне підґрунтя вироблення стратегії управління фінансовими ризиками, зумовленими діяльністю державних підприємств, становлять міжнародні документи.

Як зазначалося в розділі 9 монографії, конкретні рекомендації щодо ефективнішого виконання державою як власником державних компаній своїх обов'язків містяться в документах ОЕСР, зокрема в Керівних принципах корпоративного врядування на підприємствах державної форми власності¹. Цей документ розроблено у 2005 р., а у 2015 р. оновлено з урахуванням змін, що відбулися з моменту його прийняття та відобразили досвід дедалі більшого числа країн, які зробили кроки з його впровадження.

У 2016 р. ОЕСР оприлюднено звіт “Заходи щодо прозорості та розкриття інформації для державних підприємств: аналіз національної практики”, в якому подано огляд національних практик щодо розширення розкриття інформації та впровадження методів консолідованої звітності шляхом вивчення відповідного законодавства, політики й практики, які застосовуються до державних підприємств у країнах ОЕСР, а також у тих, що розвиваються, і країнах із ринковою економікою, що формується. Звіт розроблено як документ для обговорення на зустрічі Глобальної мережі обміну знаннями з корпоративного управління державними підприємствами. Він ґрунтується на дослідженні, доповненому добровільними відповідями на запитання анкети, розробленої Секретаріатом ОЕСР і розісланої країнам, що брали участь в опитуванні, про прозорість державних підприємств та заходи щодо розкриття інформації. Відповіді на запитання надали 12 країн (Аргентина, Бразилія, Індія, Корея, Литва, Малайзія, Мексика, Перу, Парагвай, Філіппіни, Швеція та В'єтнам)².

У 2020 р. ОЕСР дослідила наслідки обмежувальних заходів, запроваджених у більшості економік світу для боротьби з пандемією COVID-19. На основі емпіричного моделювання було проведено оцінку впливу кризових явищ та наведено кроки, котрі можуть зробити уряди для зменшення ризиків і глибини кризи³.

Різні підходи до управління фінансовими ризиками та приклади передового досвіду щодо заходів, вжитих в умовах COVID-19, відображено у звіті “Найкращі практики з управління фінансовими ризиками – уроки окремих країн-членів

¹ Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises / OECD. 2015. URL: <https://state-owned-enterprises.worldbank.org/report/oecd-guidelines-corporate-governance-state-owned-enterprises-2015-edition-0>.

² Transparency and disclosure measures for state-owned enterprises (SOEs): Stocktaking of national practices / World Bank. 2016. URL: <https://state-owned-enterprises.worldbank.org/report/transparency-and-disclosure-measures-state-owned-enterprises-soes-stocktaking-national>.

³ Corporate sector vulnerabilities during the Covid-19 outbreak: Assessment and policy responses / OECD 2020. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/corporate-sector-vulnerabilities-during-the-covid-19-outbreak-assessment-and-policy-responses-a6e670ea/>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

ОЕСР¹. Цей звіт містить результати тематичних досліджень систем управління фінскальними ризиками в Австралії, Фінляндії, Новій Зеландії, Нідерландах і Великобританії. Підходи до ідентифікації й вимірювання фінскальних ризиків у країнах ОЕСР відображено в табл. 15.2.

Таблиця 15.2

Ідентифікація та оцінка фінскальних ризиків у країнах ОЕСР

Складова	Характеристика	Країна
Ідентифікація ризиків	Суб'єкти визначають фінскальні ризики у своїй сфері відповідальності та зобов'язані надавати інформацію Міністерству фінансів і Казначейству	Австралія
	Кожний орган центральної влади відповідає за визначення своїх ризиків, їх опис та моніторинг. Міністерства й фонди звітують про державні гарантії та застави	Фінляндія
	Ідентифікація фінскальних ризиків є обов'язком цілої низки суб'єктів, які відповідають за виявлення та моніторинг ризиків, що належать до їхньої компетенції	Нідерланди
	Казначейство покладається на чотири основних способи виявлення фінскальних ризиків: власну систему моніторингу таких ризиків, аналіз попередніх ризиків, консультації з відомствами та перегляд протоколів бюджетних переговорів	Нова Зеландія
	Виявлення й оцінка ризиків, пов'язаних із фінскальними цілями уряду, здійснюється Казначейством, яке координує свою роботу з іншими органами, відповідальними за специфічні галузеві ризики	Великобританія
Оцінка ризиків	Суб'єкти визначають та оцінюють ризики при підготовці фінансових звітів, а консолідація ризиків здійснюється Міністерством фінансів. Казначейство проводить аналіз чутливості основних фінскальних агрегатів до змін у ключових макроекономічних прогнозах і припущеннях, на основі яких їх складено	Австралія
	Державні гарантії як фінскальні ризики оцінюються за номінальною вартістю. Інші ризики вимірюються несистематично	Фінляндія
	Макроекономічні й фінансові ризики оцінюються за допомогою аналізу альтернативних сценаріїв за незмінної політики та стрес-тестів	Нідерланди
	Кожне відомство оцінює свої специфічні фінскальні ризики під керівництвом і контролем Казначейства. Казначейство оцінює загальні та балансові ризики	Нова Зеландія
	Оцінюється ймовірність ризику та його потенційний вплив на показники як запасів, так і потоків державних фінансів, при цьому особлива увага приділяється макроекономічним ризикам (що виникають унаслідок циклічних або структурних змін в економіці) та специфічним ризикам, що випливають із певних джерел, таких як державні гарантії	Великобританія

Складено за: Best Practices for Managing Fiscal Risks / OECD. 2020. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)6/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)6/En/pdf); Managing Fiscal Risks Case studies of Australia, Finland, the Netherlands, New Zealand and the United Kingdom / OECD. 2020. October 7. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)7/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)7/En/pdf).

¹ Managing Fiscal Risks Case studies of Australia, Finland, the Netherlands, New Zealand and the United Kingdom / OECD. 2020. October 7. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)7/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)7/En/pdf).

Кожна з досліджених країн визнає ідентифікацію фінансових ризиків як обов'язок. Відмінними залишаються лише відносини субординації та підходи до оцінки фінансових ризиків.

Досвід країн ОЕСР у сфері фінансового ризик-менеджменту узагальнено в табл. 15.3. Система управління фінансовими ризиками Великобританії та Австралії передбачає визначення таких ризиків з урахуванням імовірності їх виникнення й можливого впливу на показники виконання бюджету. Фінляндія головним чином ідентифікує внутрішні фінансові ризики від запровадження та виконання урядових програм. Фінансова політика Нової Зеландії орієнтована на визначення потенційних витрат у разі надзвичайних подій задля відбудови інфраструктури. У Великобританії управління зосереджено на тих фінансових ризиках, яким притаманний найвищий рівень невизначеності щодо термінів і розміру витрат, які вирізняються нелінійним характером прогнозування й глобальними негативними наслідками для економік країн світу (йдеться про пандемію COVID-19, зміну клімату, державний борг).

Таблиця 15.3

Підходи до управління фінансовими ризиками в країнах ОЕСР

Складова	Характеристика	Країна
Попередження/ пом'якшення наслідків	Підприємства запобігають і зменшують ризики, пов'язані з їхньою діяльністю, умовними зобов'язаннями та активами	Австралія
	Передбачається, що кожна державна організація запобігатиме або зменшуватиме власні ризики	Фінляндія
	Політика управління ризиками для непередбачених зобов'язань включає встановлення верхньої межі та запобігання прийняттю урядом нових непередбачених зобов'язань, окрім випадків, коли на це є вагомі причини	Нідерланди
	Кожний департамент запобігає й пом'якшує конкретні фінансові ризики шляхом зміни пріоритетів у розподілі коштів, бюджетних асигнувань або політичного вибору	Нова Зеландія
	Стратегія уряду щодо управління фінансовими ризиками складається з п'яти кроків: визначення джерела, масштабу та ймовірності ризику; розкриття інформації про нього; пом'якшення ризику; створення резервів для ризиків, які неможливо пом'якшити, але які мають певний визначений розмір і час; урахування залишкових ризиків	Великобританія
Забезпечення або резерв	Забезпечення (резерв) включено в щорічний Закон про асигнування, що може бути використаний у разі виникнення фінансового ризику	Австралія
	Бюджет містить нерозподілений резерв на випадок непередбачуваних подій і положення про нову політику, яку буде включено в будь-який додатковий бюджет	Фінляндія
	Нідерланди не мають асигнувань чи резервів. Непередбачені витрати фінансуються за рахунок перерозподілу наявних ресурсів	Нідерланди
	Міжбюджетний резерв забезпечує термінове фінансування. Непередбачені витрати на рівні департаментів також можуть бути використані для фінансування відомих витрат, сума яких є невизначеною на момент ос-	

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.3

Складова	Характеристика	Країна
	таточного затвердження бюджету. Крім того, Нова Зеландія має два довгострокових резервних фонди: Фонд на випадок стихійних лих та Фонд пенсійного забезпечення	Нова Зеландія
	Бюджет містить резерв на випадок непередбачених обставин (2 % бюджету попереднього року) й резерв для покриття непередбачених витрат і майбутніх витрат, що перевищують так звані ліміти витрат (0,5 % лімітів витрат відомства). В окремих випадках створюється спеціальний резерв (наприклад, у разі військових операцій в Афганістані або зимових повеней)	Великобританія
Фіскальна політика	Фіскальна стратегія спрямована на забезпечення фіскальної стійкості, а отже, встановлюється з урахуванням широких фіскальних ризиків. Поточні політичні зобов'язання орієнтовані на збалансований бюджет та скорочення боргу	Австралія
	Фіскальні ризики формально не враховуються при визначенні фіскальних цілей. Поточні фіскальні цілі – дефіцит центрального уряду на рівні -0,5 % ВВП у 2023 р. та відношення державного боргу до ВВП на рівні нижче 60 % ВВП	Фінляндія
	Уряд проводить фіскальну політику, орієнтовану на тенденції, встановлюючи межу видатків для центрального уряду, соціальних внесків та охорони здоров'я, а також поріг доходів для контролю за загальним податковим навантаженням	Нідерланди
	Законодавчо закріплених числових фіскальних правил немає, але за законом уряд зобов'язаний оприлюднювати свою фіскальну стратегію. Результати фіскальних стрес-тестів було офіційно враховано для визначення останнього фіскального показника країни	Нова Зеландія
	У весняному бюджеті 2020 р. було оголошено, що Казначейство перегляне фіскальну систему, щоб забезпечити її відповідність макроекономічному контексту, одночасно забезпечуючи стійкість державних фінансів	Великобританія

Складено за: Best Practices for Managing Fiscal Risks / OECD. 2020. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)6/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)6/En/pdf); Managing Fiscal Risks Case studies of Australia, Finland, the Netherlands, New Zealand and the United Kingdom / OECD. 2020. October 7. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)7/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)7/En/pdf).

Міжнародна практика показує, що першість у виявленні та управлінні фіскальними ризиками ще з 1990-х років належить Австралії й Новій Зеландії. Система управління фіскальними ризиками в Австралії дуже децентралізована, що підкреслює роль і відповідальність департаментів та відомств у досягненні цілей прозорості фіскальних прогнозів і належного фіскального управління. Система Нової Зеландії має схожі риси, але є більш централізованою. Нова Зеландія також однією з перших запровадила стрес-тестування державного балансу та офіційно врахувала його результати для визначення своєї фіскальної політики.

Після фінансової кризи 2008 р. власну систему управління фіскальними ризиками розробили такі країни, як Фінляндія, Нідерланди й Великобританія. Головною метою цього кроку в усіх трьох країнах було забезпечення кращого захисту

державних фінансів від можливого макроекономічного шоку, а також суворіше управління майбутніми умовними зобов'язаннями, зокрема гарантіями, які виникли під час попередньої кризи. Ці три країни, як і Нова Зеландія, теж почали проводити стрес-тестування бюджетних статей державного сектору в рамках системи управління фінансовими ризиками.

У країнах ОЕСР широко впроваджено оцінювання ефективності власного фінансового прогнозування. Варто зазначити, що Великобританія є єдиною країною у світі, де детальний звіт про фінансові ризики готує незалежна фінансова рада – Офіс з бюджетної відповідальності (OBR), на який публікується відповідь уряду, щоб пояснити керування фінансовими ризиками. Отже, масштабним явищем у країнах ОЕСР стало розкриття інформації про фінансові ризики на етапі формування державного бюджету країни, де особлива увага приділяється питанням прогнозування, аналізу й нівелювання впливу на економіку країни (табл. 15.4).

Таблиця 15.4

Розкриття інформації про фінансові ризики в країнах ОЕСР

Країна	Механізми розкриття інформації
Австралія	Фінансові ризики розкриваються в Заяві про ризики, що включена в Бюджетну стратегію, Середньостроковий економічний і фінансовий прогноз
Фінляндія	Щорічний бюджетний план містить короткий опис загальних ризиків, пов'язаних із фінансовим прогнозом. Огляд ризиків і зобов'язань центрального уряду, що публікується на добровільних засадах, надає повніше уявлення про фінансові ризики
Нідерланди	Інформація про фінансові ризики надається разом із середньостроковими прогнозами та річним бюджетом (особливо пов'язаним із гарантіями)
Нова Зеландія	Піврічні й передвиборчі економічні та фінансові огляди розкривають загальні, специфічні й балансові фінансові ризики
Великобританія	Фінансові ризики розкриваються у Звіті про фінансові ризики. Деякі ризики для середньострокових прогнозів згадуються також в Економічному та фінансовому прогнозах, а аналіз чутливості до довгострокових прогнозів наведено у Звіті про фінансову стійкість

Складено за: Best Practices for Managing Fiscal Risks / OECD. 2020. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)6/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)6/En/pdf); Managing Fiscal Risks Case studies of Australia, Finland, the Netherlands, New Zealand and the United Kingdom / OECD. 2020. October 7. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)7/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)7/En/pdf).

Питання діяльності державних підприємств є предметом уваги Світового банку. Він надає технічну допомогу, широкий спектр фінансових продуктів, а також допомагає країнам застосовувати інноваційні знання та виконувати завдання, що стоять перед ними. У своїй практиці Світовий банк провадить діяльність щодо підтримки розвитку реформ державних підприємств у всьому світі, що включає реалізацію низки ініціатив з реформування державних підприємств із метою посилення нагляду й підвищення ефективності задля покращення управління ними, підтримки ефективності надання фінансових послуг, розширення доступу до фінансових

послуг тощо, і все це – з метою поліпшення результатів розвитку. Інформацію про такі проекти в Гані, Ефіопії, Кенії й Тунісі розміщено на сайті Світового банку¹.

В огляді Світового банку “Державні підприємства та COVID-19: принципи політики” (State-owned enterprises and COVID-19: Policy principles)² наголошується на посиленні ризику відсутності належного фінансування виконання покладених на державні підприємства функцій. Тож у разі браку коштів державного бюджету підприємство може бути закрито або передано в приватне управління. Цей ризик має інституційний характер, тому реагування на нього з боку держави залежить від стратегії державної політики.

Подолання наслідків пандемії COVID-19 спричинило фінансові проблеми для компаній у всьому світі, у т. ч. багатьох державних підприємств. Міжнародним валютним фондом у 2020 р. опубліковано записку, що містить вказівки щодо того, чи повинні уряди надавати тимчасову виняткову фінансову допомогу, та, якщо так, то яким чином. У записці обговорюються обставини, за котрих може надаватися підтримка, основні керівні принципи щодо заходів, яких може бути вжито, а також необхідність супутніх реформ управління й нагляду. Записка зосереджена на державних підприємствах Африки, але її принципи та повідомлення застосовуються й в інших регіонах³.

Серед головних рекомендацій МВФ відзначив проведення урядами середньотривалих реформ, зокрема щодо ефективного нагляду за державними підприємствами, їх фінансової прозорості й підзвітності, корпоративного управління, оновлення законодавчої бази. Одним із напрямів реформування державних підприємств передбачається посилення управління фінансовими ризиками шляхом поступового посилення ідентифікації, управління та розкриття таких ризиків.

Завдання та можливості для державних підприємств по всьому світу досліджуються ООН. Хоча у XXI ст. приватний сектор значно розширився, тоді як державний скоротився, було визнано, що в деяких країнах державні підприємства залишаються важливим джерелом зайнятості та надання державних ресурсів. Під егідою ООН проводяться дослідження стосовно того, як державні підприємства повинні працювати в сучасних умовах, з урахуванням обмежень і викликів, пов’язаних із глобалізацією⁴.

Крім міжурядових організацій, упровадженню ефективного фінансового ризик-менеджменту сприяє застосування норм низки професійних і міжнародних стандартів, що пропонують алгоритм дій за певних обставин. Положення міжнародних стандартів включають змістовну та якісну інформацію щодо ризик-менеджменту (табл. 15.5).

¹ The World Bank. URL: <https://state-owned-enterprises.worldbank.org/results>.

² State-owned enterprises and Covid-19: Policy principles / World Bank. 2020. URL: <https://blogs.worldbank.org/psd/state-owned-enterprises-and-covid-19-policy-principles>.

³ IMF. Government Support to State-Owned Enterprises: Options for Sub-Saharan Africa. 2020. URL: <https://blog-pfm.imf.org/pfmblog/2020/07/-government-support-to-state-owned-enterprises-options-for-sub-saharan-africa-.html>.

⁴ World Bank. Public Enterprises: Unresolved Challenges and New Opportunities. 2005. URL: <https://state-owned-enterprises.worldbank.org/report/public-enterprises-unresolved-challenges-and-new-opportunities>.

Таблиця 15.5

Міжнародні стандарти з ризик-менеджменту

Стандарт	Видавець	Зміст і сутність стандарту
ISO 31000:2018 Risk management – Principles and guidelines (Управління ризиками: принципи та рекомендації) ¹	Міжнародна організація зі стандартизації (ISO)	Основний стандарт з ризик-менеджменту. Містить принципи та загальні вказівки з виявлення ризиків і ефективного управління ними. Цей стандарт дає загальне розуміння того, як розробити, впровадити й підтримувати ефективну систему управління ризиками в рамках галузі та підприємства
ISO 31073:2022 Risk management – Vocabulary (Управління ризиками: словник) ²		Документ визначає загальні терміни, пов'язані з управлінням ризиками, з якими стикаються підприємства всіх форм власності
Risk management standard (Стандарт управління ризиками) ³	Федерація європейських асоціацій ризик-менеджменту (FERMA)	Ризик-менеджмент розглядається як центральна складова стратегічного управління підприємством та/або проектами, завданням якої є ідентифікація ризиків і управління ними. Документ містить основні визначення, пояснює внутрішні й зовнішні фактори ризику, процеси управління ризиками, методологію та технологію оцінки ризиків, а також загальні обов'язки ризик-менеджера. Містить рекомендації для створення системи управління ризиками на підприємстві
Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance (Управління ризиками підприємства: інтеграція зі стратегією та ефективністю) ⁴	Комітет спонсорських організацій Комісії Тредвєя (COSO), США	Документ підкреслює важливість урахування ризиків як у процесі розроблення стратегії, так і в управлінні ефективністю. Перша частина публікації пропонує погляд на сучасні концепції застосування корпоративного управління ризиками в раїнах, що розвиваються. Друга частина, Рамкова програма, складається з п'яти простих для розуміння компонентів, що враховують різні точки зору та операційні структури, а також сприяють вдосконаленню стратегій і процесу прийняття рішень

Складено авторами.

Згадані стандарти містять певні відмінності в цілях і методах управління ризиками, водночас кожний стандарт визначає необхідність безперервності процесів моніторингу та контролю ризиків. Стандарти забезпечують інформаційний базис для прийняття рішення про найбільш раціональний підхід до управління ризиками, а також можуть застосовуватися для прийняття рішення щодо певних

¹ ISO 31000:2018 Risk management – Principles and guidelines / International Organization for Standardization. URL: <https://www.iso.org/ru/search.html?q=Risk%20management>.

² ISO 31073:2022 Risk management – Vocabulary / International Organization for Standardization. URL: <https://www.iso.org/ru/search.html?q=Risk%20management>.

³ Federation of European Risk Management Associations. URL: <https://www.ferma.eu/app/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-english-version.pdf>.

⁴ Enterprise Risk Management. Integrating with Strategy and Performance / COSO. 2017. June. URL: <https://www.coso.org/Shared%20Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf>.

ризиків або здійснення вибору між декількома варіантами. Використання вітчизняними суб'єктами господарювання проаналізованих стандартів ризик-менеджменту забезпечить: проведення оцінки заходів з управління ризиками, виявлення слабких і сильних аспектів корпоративного ризик-менеджменту, зниження рівня витрат на підготовку відповідних звітів, визначення необхідності внесення змін до організаційної структури підприємства, підвищення ефективності показників діяльності.

Отже, на сьогодні на міжнародному рівні сформовано загальну систему моніторингу й оцінки фіскальних ризиків та в більшості країн розроблено відповідні законодавчі норми. Міжнародна практика показує, що методологічні засади управління фіскальними ризиками мають відмінності, зокрема в частині ідентифікації, оцінки й прогнозування. З огляду на це набуває широкого впровадження Рекомендація ОЕСР з бюджетного управління¹, де урядам і органам влади запропоновано застосовувати єдині методологічні засади для управління фіскальними ризиками. Єдині підходи до виявлення, оцінювання та нівелювання фіскальних ризиків, напрацьовані МВФ, відображено в документі “Аналіз та управління фіскальними ризиками” (Fiscal Risk Analysis and Management)², Світовим банком – у праці “Інструментарій боргових та фіскальних ризиків” (Debt & Fiscal Risks Toolkit)³, ОЕСР – у звіті “Найкращі практики управління фіскальними ризиками” (Best Practices for Managing Fiscal Risks)⁴.

Тому в Україні в умовах посилення інтеграційних процесів і курсу на євроінтеграцію основним чинником запровадження ефективного управління фіскальними ризиками діяльності державних підприємств є гармонізація вітчизняних та зарубіжних підходів у цій сфері.

Упродовж останніх трьох десятиліть провідними вченими міжнародного й вітчизняного наукового простору широко вивчаються проблеми аналізу та оцінки впливу фіскальних ризиків як на показники підприємств, так і на стан виконання державних бюджетів. Теоретичні й методологічні засади виникнення, класифікації, моніторингу та оцінки фіскальних ризиків висвітлено в численних наукових публікаціях зарубіжних дослідників, а саме G. Mourre, A. Reut (2019), M. Cangiano, T. R. Curristine, M. Lazare (2013), N. Batini, F. Lamperti, A. Roventini, P. Loungani (2020), а також вітчизняних науковців, як-от С. С. Гасанов (2017), Т. І. Єфименко (2022), О. М. Іваницька, Т. В. Кошук (2020), А. О. Козоріз (2020), А. Г. Ловінська, Я. В. Олійник, М. В. Кучерява (2020).

¹ Recommendation of the Council for Budgetary Governance / OECD. 2015. URL: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Recommendation-of-the-Council-on-Budgetary-Governance.pdf>.

² Fiscal Risk Analysis and Management Fiscal Affairs Dept / International Monetary Fund. URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781484331859/ch04.xml>.

³ Debt & Fiscal Risks Toolkit / The World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/fiscal-risk>.

⁴ Best Practices for Managing Fiscal Risks / OECD. 2020. URL: [https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO\(2020\)6/En/pdf](https://one.oecd.org/document/GOV/PGC/SBO(2020)6/En/pdf).

Однак, оскільки запровадження Україною методології оцінювання фіскальних ризиків відбулося порівняно нещодавно (в січні 2018 р.), потрібно дослідити сучасні підходи до управління фіскальними ризиками, що застосовуються в міжнародній практиці та адаптовані до викликів і загроз, спровокованих поширенням пандемії COVID-19.

На основі аналізу напрацювань міжнародних організацій пропонується класифікувати фіскальні ризики, спричинені діяльністю державних підприємств, таким чином: ризики інфраструктурного характеру; ризики операційної діяльності; ризики економічного характеру; ризик скорочення ліквідності; комунікаційні ризики; ризики, пов'язані з персоналом. Інституційний базис становлять огляд МВФ “Урядова підтримка державних підприємств: альтернативи для країн Південної Африки” (Government Support to State-Owned Enterprises: Options for Sub-Saharan Africa)¹, праця ОЕСР “Огляд бізнесу та фінансів 2020: сталі фінанси” (OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient finance)², огляд Світового банку “Державні підприємства та COVID-19: принципи політики” (State-owned enterprises and COVID-19: Policy principles)³ (табл. 15.6).

Таблиця 15.6

**Класифікація фіскальних ризиків державних підприємств
та заходи з управління ними**

Вид ризиків	Заходи з управління
Ризики інфраструктурного характеру	Перевірка готовності до надання послуг (виробництва товарів). Перевірка готовності та наявності відповідних ресурсів для забезпечення віддаленої роботи працівників підприємства. Оцінка ймовірних проблем, що можуть бути викликані наданням чи створенням віддалених робочих місць. Створення відповідного IT-забезпечення. Забезпечення достатньої кількості ліцензій для доступу працівників до віддалених робочих місць
Ризики операційної діяльності	Розроблення плану організаційних заходів для реалізації основних операційних процесів. Управління ризиками ланцюга постачання. Забезпечення необхідними ресурсами виконання процесів, що не можуть здійснюватися віддалено. Розроблення планів з усунення збоїв у діяльності підприємства

¹ Government Support to State-Owned Enterprises: Options for Sub-Saharan Africa / IMF. 2020. URL: <https://blog-pfm.imf.org/pfmblog/2020/07/-government-support-to-state-owned-enterprises-options-for-sub-saharan-africa-.html>.

² Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient finance / OECD. 2020. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/5ad33666-en/index.html?itemId=/content/component/5ad33666-en#section-d1e13306>.

³ State-owned enterprises and Covid-19: Policy principles / World Bank. 2020. URL: <https://blogs.worldbank.org/psd/state-owned-enterprises-and-covid-19-policy-principles>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.6

Вид ризиків	Заходи з управління
Ризики економічного характеру	Складання кошторисів у розрізі кожного окремого проєкту, спрямованого на забезпечення безперебійної діяльності підприємства. Розроблення плану покриття поточних зобов'язань
Ризик скорочення ліквідності	Відстрочення податкових платежів із боку держави. Надання фінансової допомоги з боку держави на покриття боргових зобов'язань, у т. ч. зобов'язань за розрахунками з оплати праці. Отримання державної підтримки у вигляді гарантій під одержання банківських кредитів
Комунікаційні ризики	Розроблення механізму комунікацій із працівниками, партнерами, постачальниками, органами державної влади й громадою та управління ним
Ризики, пов'язані з персоналом	Уточнення посадових інструкцій і функціональних обов'язків підрозділів підприємств. Розроблення політики охорони здоров'я працівників, особливо в умовах поширення інфекційних хвороб. Складання плану антикризового регулювання діяльності підприємства, включаючи взаємовідносини із контрагентами

Складено за: Government Support to State-Owned Enterprises: Options for Sub-Saharan Africa / IMF. 2020. URL: <https://blog-pfm.imf.org/pfmblog/2020/07/-government-support-to-state-owned-enterprises-options-for-sub-saharan-africa-.html>; Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient finance / OECD. 2020. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/5ad33666-en/index.html?itemId=/content/component/5ad33666-en#section-d1e13306>; State-owned enterprises and Covid-19: Policy principles / World Bank. 2020. URL: <https://blogs.worldbank.org/psd/state-owned-enterprises-and-covid-19-policy-principles>; Corporate sector vulnerabilities during the Covid-19 outbreak: Assessment and policy responses / OECD. 2020. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/corporate-sector-vulnerabilities-during-the-covid-19-outbreak-assessment-and-policy-responses-a6e670ea/>; COVID-19 Risk Management: 5 key questions your organization needs to answer / AON, 2020. URL: <https://www.aon.com/getmedia/b625fe6f-f392-4671-bdf8-ddf92473c864/Managing-And-Mitigating-Risk-COVID-19.aspx>.

Як показало дослідження, уряди країн світу використовували державні підприємства для подолання кризових ситуацій, зокрема внаслідок пандемії COVID-19. Наприклад, державні комунальні підприємства надають воду та електроенергію, у деяких випадках за цінами з урахуванням субсидій і з відстроченням платежів. Однак певні державні підприємства можуть зіткнутися зі значними фінансовими труднощами під час кризи, що зумовлює потребу в наданні державної підтримки. Уряди можуть прийняти рішення про втручання з метою забезпечення ліквідності або розв'язання проблем платоспроможності стратегічних державних підприємств, а разом із ними й цілих секторів економіки. Водночас урядам країн із низьким рівнем доходу, які відчувають брак ресурсів та мають слабкі бюджети, буде важко надавати фінансову підтримку своїм державним підприємствам. Окрім того, підтримка має бути добре продуманою й орієнтованою на нинішню кризу, щоб уникнути надання допомоги для покриття збитковості та неефективного управління.

Підтримка державних підприємств під час кризи дає можливість прискорити поточні чи запровадити нові структурні реформи для покращення управління ними та підвищення ефективності їхньої діяльності. Звіти таких міжнародних організацій, як МВФ і ОЕСР, вирізняють ключові заходи, що дають змогу пом'якшити вплив фіскальних ризиків та забезпечити стабільність діяльності державних підприємств в умовах економічної невизначеності (табл. 15.7).

Таблиця 15.7

Міжнародний досвід урядового фіскального ризик-менеджменту діяльності державних підприємств

Інструменти	Варіанти заходів	Характеристика
Зміцнення грошових потоків державних підприємств із негайним впливом на бюджет	Відтермінування сплати податків та внесків на соціальне страхування	Пом'якшує тиск на ліквідність державних підприємств за низьких витрат, оскільки уряд може відшкодувати податки пізніше, коли тимчасовий шок від COVID-19 спаде. Однак у проміжному періоді уряд втрачає доходи. Такі заходи зазвичай вживаються до секторів економіки, а не лише до державних підприємств
	Субсидії	Можуть надаватися для компенсації вищих витрат, пов'язаних із виконанням політичних мандатів, або коли компанії стикаються з більшими фінансовими труднощами (ризик неплатоспроможності).
Зміцнення балансу державних підприємств	Вливання в капітал	Можуть бути кращими, ніж регулярні субсидії, для подолання фінансових труднощів, спричинених шокowymi потрясіннями. Це особливо актуально в контексті змішаної форми власності, оскільки такі вливання дають змогу державі брати більшу участь у майбутньому відновленні через дивіденди. Проте початкові грошові витрати можуть бути надто великими для урядів з обмеженими фінансовими можливостями або передбачати збільшення державних запозичень, що можуть виявитися занадто дорогими
	Обмін боргу на акції	Може бути варіантом, якщо основним джерелом фінансового тиску на державні підприємства є тягар обслуговування боргу. Однак борг уряду та витрати на його обслуговування зростатимуть. Уряд потенційно може відшкодувати частину витрат за рахунок майбутніх дивідендів
Спрощення запозичень для державних підприємств	Державні гарантії для запозичень державних підприємств	Чинять найменший тиск на поточні державні фінанси. Гарантії повинні бути тимчасовими й обмеженими
	Кредитування державних підприємств	Ідеться про державні запозичення безпосередньо на ринку та про кредитування державних підприємств – уряд несе всі ризики, якщо підприємство не може повернути борг. У деяких випадках це може означати нижчу вартість запозичень для компанії, ніж у разі використання державних гарантій
	Кредити від державних банків	Державні банки, якщо вони фінансово стійкі, може бути використано для надання підтримки державним підприємствам, що можуть мати обмежений доступ до ринку або не мати його

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.7

Інструменти	Варіанти заходів	Характеристика
		взагалі. Якщо ці операції призведуть до збитків державних банків, це спричинить зниження дивідендів для уряду або до необхідності їх рефінансування
Залучення приватних інвесторів	Уряди можуть залучати стратегічних інвесторів до державних підприємств із метою вливання капіталу чи запозичення досвіду, щоб зміцнити управління	

Складено за: Government Support to State-Owned Enterprises: Options for Sub-Saharan Africa / IMF. 2020. URL: <https://blog-pfm.imf.org/pfmblog/2020/07/-government-support-to-state-owned-enterprises-options-for-sub-saharan-africa.html>; Corporate sector vulnerabilities during the Covid-19 outbreak: Assessment and policy responses / OECD. 2020. URL: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/corporate-sector-vulnerabilities-during-the-covid-19-outbreak-assessment-and-policy-responses-a6e670ea/>.

В Україні завдання урядового фінансового ризик-менеджменту діяльності державних підприємств ускладнюється розгалуженістю системи органів, що його здійснюють. Управління об'єктами державної власності передбачає здійснення Кабінетом Міністрів України та вповноваженими ним органами, іншими суб'єктами, визначеними Законом України “Про управління об'єктами державної власності”, повноважень щодо реалізації прав держави як власника таких об'єктів, пов'язаних із володінням, користуванням і розпорядженням ними, у межах, встановлених законодавством України, з метою задоволення державних та суспільних потреб¹.

Відносини щодо виконання державою функцій власника та управління державним майном здійснюються через уповноважені органи. Законодавчо встановленими суб'єктами управління об'єктами державної власності виступають:

- Кабінет Міністрів України; центральний орган виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізує державну політику у сфері управління об'єктами державної власності;
- міністерства, інші органи виконавчої влади та державні колегіальні органи;
- Фонд державного майна України; органи, що забезпечують діяльність Президента України, Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України;
- органи, що здійснюють управління державним майном відповідно до повноважень, визначених окремими законами;
- державні господарські об'єднання, державні холдингові компанії, інші державні господарські організації, державне підприємство, установа, організація або господарське товариство, 100 % акцій (часток) якого належить державі або іншому господарському товариству, 100 % акцій (часток) якого належать державі;
- Національна академія наук України, галузеві академії наук².

¹ Про управління об'єктами державної власності : Закон України від 22.07.2020 № 185-V. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#Text>.

² Там само.

Загалом в Україні існує 85 суб'єктів управління об'єктами державної власності, серед яких відсутній єдиний централізований орган, що відповідає за професійне управління державними активами. Функції формування й реалізації політики у сфері управління об'єктами державної власності виконують Кабінет Міністрів України, який, зокрема, визначає об'єкти управління державної власності, стосовно котрих виконує функції з управління, а також об'єкти управління державної власності, повноваження з управління якими передаються іншим, передбаченим законодавством, суб'єктам управління; Міністерство економіки України, на яке покладено повноваження центрального органу виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізує державну політику у сфері управління об'єктами державної власності; Фонд державного майна України, який виконує державну політику щодо приватизації державних підприємств та інших державних активів.

Національна система управління об'єктами державної власності визнається неефективною. За висновками експертів ОЕСР, в Україні “немає єдиної спеціалізованої та централізованої структури власності, яка відповідає за постійне професійне управління державними активами. Замість цього існує велика кількість власників різного рангу (85 тільки на рівні центрального уряду) і, що ще гірше, ряд різних органів з правом втручатися в діяльність і бізнес підприємств. Вони функціонують як автономні центри управління, нездатні здійснювати загальнодержавну узгоджену політику власності та об'єднують кілька ролей, таких як здійснення прав власності, формулювання державної політики, регулювання та захист інтересів громад, які споживають продукти та послуги державних підприємств. Такий стан речей зумовлює конфлікти інтересів, створює конкуруючі цілі та сприятливе середовище для корупції. Це також погіршує управління, продуктивність, контроль та підзвітність. Тому Україні рекомендується перейти до повністю централізованої форми власності державних підприємств та забезпечити, щоб будь-яка установа, що належить цій ролі, складалася з кваліфікованих фахівців та була захищена від неправомірного втручання”¹.

15.3. Управління фінансовими ризиками, спричиненими діяльністю державних підприємств, в умовах застосування міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та звітності

Як зауважувалося, донедавна в Україні не було системи оцінювання фінансових ризиків, спричинених діяльністю державних підприємств. За відсутності методики оцінювання та призначених відповідальних за це органів влади можливість проведення аналізу впливу державних підприємств на бюджет була вкрай низькою. Тож у країні постала потреба у створенні інституціональних передумов підвищення ефективності управління чинниками вразливості бюджету шляхом розроблення

¹ Антикорупційні реформи в Україні: запобігання та боротьба з корупцією на державних підприємствах : звіт ОЕСР. ОЕСР, 2018. URL: <http://www.spfu.gov.ua/userfiles/files/OECD-ACN-Ukraine-4th-Round-Bis-Report-SOE-Sector-2018-UKR.pdf>.

механізму публічного розкриття інформації щодо фінансових ризиків. Адже ідентифікація фінансових ризиків за рахунок підвищення рівня обізнаності й поінформованості дає змогу обґрунтовувати заходи щодо їх зменшення.

Інституціональне підґрунтя ідентифікації та оцінки фінансових ризиків з'явилося у 2018 р., коли постановою Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7 було затверджено Методику оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки (далі – Методика). Виконавчим органом, що здійснює таке оцінювання, визначено Міністерство фінансів України¹. Суб'єктами процесу оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки, виступають: суб'єкти господарювання; органи управління щодо кожного суб'єкта господарювання, що належить до сфери їх управління; Міністерство фінансів України; Державна фінансова служба України.

Методика в цілому відповідає підходам до оцінки фінансових ризиків, закладеним МВФ. Водночас у рамках викликів, спричинених невизначеністю останніх років, уряди країн світу вживають швидких заходів фінансової й монетарної політики для нівелювання впливу COVID-19 та сталого постпандемічного відновлення. Україн важливо, щоб такі рішення ґрунтувалися на надійній фінансовій інформації, яка достовірно відображає фінансовий стан країни. При цьому державна фінансова й бюджетна звітність, складена з використанням міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в державному секторі та за методом нарахування, визначається найприйнятнішим джерелом таких даних. Наприклад, у документі Світового банку “Урядова фінансова звітність у часи пандемії COVID-19” (Government Financial Reporting in Times of the COVID-19 Pandemic)² розкривається, як уряди можуть використовувати існуючі системи фінансової звітності під час пандемії, одночасно визначаючи можливості для їх покращення на етапі постпандемічного відновлення. Таким чином Світовий банк надав своє бачення можливого впливу пандемії на фінансову діяльність урядів, стан і грошові потоки.

Цей документ доповнює розроблений Міжнародною федерацією бухгалтерів (IFAC) та Цюрихським університетом прикладних наук у партнерстві з Радою з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в державному секторі “Інструмент оцінки втручання COVID-19”³. Він спрямований на визначення методичних засад оцінки економічного впливу поточних і запланованих політичних рішень. Для цього використовуються дані бухгалтерського обліку та звітності в державному секторі й так званий балансовий підхід до оцінки впливу COVID-19. Надійність і

¹ Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

² Government Financial Reporting in Times of the COVID-19 Pandemic / World Bank. 2020. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/6b6bc4b8-2f38-5355-acb9-fdbb136405d9/content>.

³ COVID-19 Intervention Assessment Tool / IFAC. 2020. URL: <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/supporting-international-standards/discussion/covid-19-intervention-assessment-tool>.

достовірність отриманої інформації, а також якісний рівень її порівнянності залежить від запровадження країнами міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в державному секторі та ведення бухгалтерського обліку за принципом нарахування. Застосування “балансового” підходу дає змогу отримати комплексний погляд на формування фіскальної політики з точки зору фінансових звітів уряду.

Кілька країн із сильною фінансовою звітністю за принципом нарахування, як-от Нова Зеландія, мають кращі можливості для використання “балансового” підходу й чіткого визначення впливу COVID-19. Однак, враховуючи невідкладність фази відновлення після пандемії COVID-19, уряди повинні докладати зусиль, щоб надати більш корисну, своєчасну та надійну фінансову інформацію для прийняття рішень, використовуючи існуючу систему бухгалтерського обліку. Водночас урядам необхідно прискорити реформи бухгалтерського обліку в державному секторі з метою впровадження систем бухгалтерського обліку за принципом нарахування, що відповідають міжнародним стандартам бухгалтерського обліку в державному секторі.

Таким чином, фактором забезпечення ефективної діяльності державних підприємств в умовах невизначеності має стати формування дієвої системи управління фіскальними ризиками на основі ідентифікації, оцінки та аналізу фіскальних ризиків, а також вибору й запровадження інструментів нівелювання фіскальних ризиків з урахуванням міжнародного досвіду. Ключовим при цьому є інформаційне забезпечення оцінки та аналізу фіскальних ризиків.

Надійним джерелом інформації для прийняття ефективних фіскальних рішень на будь-якому рівні управління є дані бухгалтерського обліку та звітності, що мають бути сформовані на основі міжнародних стандартів. Отже, важливим аспектом, що потребує подальшого вивчення, є інформаційне забезпечення оцінки та аналізу фіскальних ризиків, яке в рамках існуючої інфраструктури звітування державних підприємств наведено в п. 6 Методики (табл. 15.8)¹.

Оскільки Методику розроблено у 2018 р., тобто в докризовий період, необхідно переглянути інформаційне забезпечення оцінки фіскальних ризиків у контексті міжнародної практики. В основу дослідження покладено методики, наведені в документах МВФ, а саме: “Інструмент стрес-тестування державних підприємств” (State-owned enterprises stress test tool, SOE-ST)²; “Інструмент перевірки працездатності державних підприємств” (SOE Health Check Tool, SOE-HCT)³; “COVID-19 стрес-тест” (COVID-19 Stress Test, C-ST)⁴.

¹ Про затвердження Методики оцінювання фіскальних ризиків, пов’язаних з діяльністю суб’єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

² State-owned enterprises stress test tool (SOE-ST) / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-ST>.

³ State-Owned enterprise Helath check tool / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-HCT>.

⁴ Global Corporate Stress Tests – Impact of the COVID-19 Pandemic and Policy Responses / IMF. 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/08/06/Global-Corporate-Stress-Tests-Impact-of-the-COVID-19-Pandemic-and-Policy-Responses-462555>.

Таблиця 15.8

**Інформаційне забезпечення оцінки фінансових ризиків, зумовлених діяльністю
державних підприємств, відповідно до українського законодавства**

Напрями оцінки відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
Інформація про фінансово-економічну діяльність суб'єктів господарювання державного сектору економіки (додаток 1 до Методики)	Розмір активів, млн грн	–	Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1300
	Розмір власного капіталу, млн грн	–	Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1495
	Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), млн грн	–	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000
	EBITDA, млн грн	Операційний прибуток + Знос + Амортизація	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2190, 2515. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1012
	Рентабельність EBITDA, %	EBITDA / Чистий дохід – 100 %	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1012, 1595, 1695. Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2190, 2515
	Чистий фінансовий результат діяльності (прибуток/збиток), млн грн	–	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2350/2355
	Рентабельність власного капіталу, %	Чистий дохід / Середньорічна вартість власного капіталу	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1495 (с. 3, 4)
	Чиста заборгованість, млн грн	–	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695
	Показник “Важіль чиста заборгованість”	Чиста заборгованість / EBITDA	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1012, 1595, 1695. Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2190, 2515
	Коефіцієнт поточної ліквідності (покриття)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
	Частка власного капіталу, %	Власний капітал / Активи	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1495, 1300
	Розмір бюджетного фінансування (субсидії, субвенції, дотації тощо), млн грн	–	Примітки до фінансової звітності

Продовження табл. 15.8

Напрями оцінки відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
	Сума кредитів, наданих із державного бюджету, млн грн	–	Примітки до фінансової звітності, дані бухгалтерського обліку
	Сума кредитів, залучених під державні гарантії, млн грн	–	
Індикатори оцінки фінансового стану суб'єктів господарювання державного сектору економіки (додаток 2 до Методики)	Загальна сума доходів, у т. ч. операційні доходи, млн грн	–	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2120, 2200, 2220, 2240, 2300
	Загальна сума витрат, у т. ч. операційні витрати, млн грн	–	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2050, 2130, 2150, 2180, 2250, 2255, 2270, 2300
	Розмір зобов'язань із розподілом на довго- й короткострокові зобов'язання, млн грн	–	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695
	Розмір капітальних інвестицій, у т. ч. операційні витрати, млн грн	–	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1005, 2050, 2130, 2150, 2180, 2250, 2255, 2270, 2300
	Коефіцієнт фінансової стійкості	(Власний капітал + Довгострокові зобов'язання) / Сума пасивів	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1495, 1900
	Умовні зобов'язання, млн грн	–	Примітки до фінансової звітності
	Суми податкової заборгованості, усього, млн грн	–	Дані бухгалтерського обліку підприємств. Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1620, 1621, 1625
	Сплата податків та зборів до бюджету, млн грн	–	Дані бухгалтерського обліку підприємств.
	Відрахування частини чистого прибутку (дивідендів, нарахованих на державну частку), млн грн		Інформація ДФС про сплату суб'єктами господарювання до державного бюджету податків, зборів та інших платежів, наявність відповідної заборгованості та надміру сплачених платежів

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.8

Напрями оцінки відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
	Загальна сума коштів, отримана за зовнішньоекономічними договорами, млн грн		Дані бухгалтерського обліку підприємств. Примітки до фінансової звітності
	Загальна сума коштів, сплачена за зовнішньоекономічними договорами, млн грн		
	Прострочена заборгованість з виплати заробітної плати, млн грн		
	Прострочена кредиторська заборгованість, млн грн		
	Прострочена дебіторська заборгованість, млн грн		
	Сума коштів, розміщених на поточних та депозитних рахунках "проблемних" банків, млн грн		
Інформація про зобов'язання суб'єктів господарювання державного сектору економіки в іноземній валюті (додаток 3 до Методики)	Діючі фінансові зобов'язання за кредитними договорами, у т. ч. коротко- й довгострокові зобов'язання (наводиться сума в національній валюті та у валюті, визначеній у контракті), тис. од.		Дані бухгалтерського обліку підприємств. Примітки до фінансової звітності
	Фінансові витрати, у т. ч. за коротко- й довгостроковими зобов'язаннями (наводиться сума в національній валюті та у валюті, визначеній у контракті), тис. од.		

Складено за: Про затвердження Методики оцінювання фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 7. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/7-2018-%D0%BF#Text>.

У табл. 15.9 наведено результати компаративного аналізу індикаторів МВФ (з оцінки фіскальних ризиків) та інформаційного забезпечення їх визначення відповідно до вітчизняної системи звітування державних підприємств.

Таблиця 15.9

Інформаційне забезпечення оцінки фіскальних ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств, відповідно до методичних підходів МВФ

Методика	Групи індикаторів	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело ¹
Інструмент стрес-тестування державних підприємств (SOE-ST)	Індикатори, що характеризують прибутковість діяльності державних підприємств	1. Рентабельність активів (ROA Using Net Income)	Чистий дохід / Середньорічна вартість активів	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1125
		2. Рентабельність власного капіталу (ROE Using Net Income)	Чистий прибуток / Середньорічна вартість власного капіталу	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2350/2355, 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1125
	Індикатори, що характеризують ліквідність і леверидж	1. Відношення довгострокових зобов'язань до активів (Non-current Liabilities to Assets)	Довгострокові зобов'язання / Активи	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1300, 1595
		2. Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
	Індикатори, що характеризують витрати та їх ефективність	1. Співвідношення витрат на оплату праці та чистого доходу	Витрати на оплату праці / Чистий дохід	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2505
		2. Рентабельність витрат на оплату праці	Чистий дохід / Витрати на персонал	
Інструмент перевірки працездатності державних підприємств (SOE-HCT)	Індикатори, що характеризують прибутковість діяльності державних підприємств	1. Рентабельність реалізованої продукції за чистим прибутком (Net Profit Margin)	Чистий прибуток (збиток) / Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції × 100 % ²	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2350/2355

¹ Відповідно до вимог українського законодавства у сфері бухгалтерського обліку та звітності.

² Кобилецький В. Р. Показник рентабельності реалізованої продукції за чистим прибутком, норма чистого прибутку, маржа чистого прибутку, рентабельність продажів по чистому прибутку, рентабельність виручки. URL: <https://analizua.com/slovník-ekonomichnikh-terminiv/341-pokaznik-rentabelnosti-realizovanoji-produksiji-za-chistim-pributkom-norma-chistogo-pributku-marzha-chistogo-pributku-rentabelnist-prodazhiv-po-chistomu-pributku>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 15.9

Методика	Групи індикаторів	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело ¹
		2. Рентабельність операційного прибутку (Operating Profit Margin)	Операційний прибуток / Дохід від реалізації	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2000, 2190/2195
		3. Рентабельність оборотного капіталу (Return On Working Capital)	Чистий прибуток / Оборотні активи	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2350. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1195
		4. Рентабельність власного капіталу (ROE)	Чистий дохід / Середньорічна вартість власного капіталу	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1495 (с. 3, 4)
		5. Рентабельність активів (ROA)	Чистий дохід / Середньорічна вартість активів	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), ряд. 1300 (с. 3, 4)
		6. Коефіцієнт покриття (Cost Recovery)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
	Індикатори, що характеризують платоспроможність державних підприємств	1. Відношення зобов'язань до власного капіталу (Debt to Equity)	Зобов'язання / Власний капітал	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1495, 1595, 1695
		2. Відношення зобов'язань до загальної вартості активів (Debt to Assets)	Зобов'язання / Активи	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1300, 1595, 1695
		3. Відношення зобов'язань до EBITDA (Debt to EBITDA)	(Довгострокові + Поточні зобов'язання) / (Операційний прибуток + Знос + Амортизація)	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1012, 1595, 1695. Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2190, 2515
		4. Коефіцієнт покриття (Debt Coverage)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
		5. Коефіцієнт покриття відсотків	EBIT / Сума витрат на сплату відсотків EBIT = Чистий прибуток +	Звіт про фінансові результати

Продовження табл. 15.9

Методика	Групи індикаторів	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело ¹
		(Interest Coverage Ratio, ICR)	+ Витрати на сплату відсотків + Податки - Неопераційні доходи	(Звіт про сукупний дохід), рядки 2350, 2250, 2200, 2220, 2240, 2300
	Індикатори, що характеризують ліквідність діяльності державних підприємств	1. Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
		2. Коефіцієнт швидкої ліквідності (Quick Ratio)	(Грошові кошти та еквіваленти + Поточні фінансові інвестиції + Поточна дебіторська заборгованість) / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1165, 1160, 1125, 1130, 1695
		3. Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості (Creditor Turnover Days)	Чистий дохід / Середньорічна величина кредиторської заборгованості	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695
		4. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості (Debtor Turnover Days)	Чистий дохід / Середньорічна сума дебіторської заборгованості	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), ряд. 2000. Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1040, 1125, 1130, 1155
COVID-19 стрес-тест (C-ST)	(i) аналіз потреби в зовнішніх запозиченнях	—	Співставлення залишку грошових коштів та заборгованості підприємства (поточної та довгострокової)	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695. Звіт про рух грошових коштів, рядки 3195, 3295, 3395, 3415
	(ii) здатність самостійного покриття заборгованостей	1. Коефіцієнт покриття відсотків (ICR)	EBIT / Сума витрат на сплату відсотків	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2350, 2250, 2200, 2220, 2240, 2300
	(iii) платоспроможність	1. Відношення зобов'язань до власного капіталу (Debt to Equity)	Зобов'язання / Власний капітал	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1495, 1595, 1695
		2. Відношення зобов'язань до загальної вартості активів (Debt to Assets)	Зобов'язання / Активи	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1300, 1595, 1695

Методика	Групи індикаторів	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело ¹
		3. Відношення зобов'язань до EBITDA (Debt to EBITDA)	(Довгострокові + Поточні зобов'язання) / (Операційний прибуток + Знос + Амортизація)	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1012, 1595, 1695. Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2190, 2515
		4. Коефіцієнт покриття (Debt Coverage)	Оборотні активи / Поточні зобов'язання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1195, 1695
		5. Коефіцієнт покриття відсотків (ICR)	EBIT / Сума витрат на сплату відсотків	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), рядки 2350, 2250, 2200, 2220, 2240, 2300

Складено за: State-owned enterprises stress test tool (SOE-ST) / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-ST>; IMF. State-Owned enterprise Helath check tool. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-HCT>; IMF. Global Corporate Stress Tests – Impact of the COVID-19 Pandemic and Policy Responses. 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/08/06/Global-Corporate-Stress-Tests-Impact-of-the-COVID-19-Pandemic-and-Policy-Responses-462555>.

15.4. Запровадження звітності державних підприємств про сталий розвиток як чинник удосконалення інформаційного забезпечення оцінки та аналізу фінансових ризиків

Проведений компаративний аналіз індикаторів оцінки фінансових ризиків в Україні й МВФ та інформаційного забезпечення їх визначення показав, що в нашій державі створено належні передумови для формування якісних і порівнянних даних для прийняття управлінських рішень державного рівня при прогнозуванні впливу чинників, викликаних невизначеністю (у зв'язку з пандемією коронавірусної хвороби, війною, кліматичними змінами), на надходження до державного бюджету. Разом із тим залишається методологічно невизначеним питання інформаційного забезпечення управлінських потреб у частині оцінки впливу нефінансового боку діяльності державних підприємств (екологічні, соціальні, інституціональні чинники) на ймовірність настання ризиків фінансового характеру.

Хоча методологічне підґрунтя інформаційного забезпечення управління державними підприємствами в більшості держав світу становлять МСФЗ, існує практика встановлення вимог щодо додаткового розкриття інформації для державних підприємств на основі норм, закріплених на законодавчому рівні. Зокрема, у Швеції та Великобританії є спеціальні інструкції для державних підприємств щодо розкриття фінансової інформації. Так, у Швеції, відповідно до Рекомендацій щодо зовнішньої звітності державних підприємств, від таких підприємств вимагається

оприлюднення звітів про сталий розвиток. У Великобританії, згідно з Посібником із фінансової звітності уряду, обов'язок складати звітність про сталий розвиток покладається не лише на нефінансові державні корпорації, а й на всіх суб'єктів сектора загального державного управління¹.

Отже, інформаційне забезпечення оцінки фінансальних ризиків є доволі широким, і головним джерелом виступає фінансова звітність. Але сьогодні в Україні коло фінансальних ризиків, спричинених діяльністю державних підприємств, зросло в особливих умовах пандемії COVID-19 і війни. Тому необхідно з'ясувати вплив чинників, викликаних надзвичайними ситуаціями й невизначеністю, на показники результативності державних підприємств.

Такий підхід є поширеним у міжнародній практиці. Так, міжнародною професійною спільнотою в період пандемії коронавірусної хвороби та після нього неодноразово підкреслюється необхідність зосередження уваги органів державної влади на показниках звітності підприємств, які характеризують вплив невизначеності на їхню діяльність, зокрема в таких документах.

- Рамковий підхід до оцінки та моніторингу даних Всесвітньої організації охорони здоров'я (World Health Organization (2020). Monitoring and Evaluation Framework)².
- Повідомлення Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO/OR/02/2020 від 29.05.2020 "Про важливість розкриття інформації щодо COVID-19"³.
- Рамковий документ ООН щодо вжиття невідкладних соціально-економічних заходів протидії COVID-19 (A UN framework for the immediate socio-economic response to COVID-19)⁴.
- Документ Ради з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку "Підсумок роздумів щодо фінансової звітності в умовах COVID-19" (Summary of Covid-19 Financial Reporting Considerations)⁵.

Загальний висновок, якого дійшла міжнародна спільнота, полягає в такому: для аналізу впливу нефінансового боку діяльності державних підприємств на ймовірність настання фінансальних ризиків потрібне нове джерело даних – звітність про сталий розвиток. Для цього міжнародні професійні організації у сфері бухгалтерського обліку, звітності та корпоративного управління спрямовують зу-

¹ Transparency and Disclosure Practices of State-Owned Enterprises and their Owners / OECD. 2020. Р. 13. URL: <http://www.oecd.org/corporate/transparency-disclosure-practices-soes.pdf>.

² Monitoring and Evaluation Framework / World Health Organization.. 2020. URL: https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/who-ncov-me-framework-web.pdf?sfvrsn=656e430f_1&download=true.

³ IOSCO Statement on Importance of Disclosure about COVID-19 / IOSCO, 2020. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD655.pdf>.

⁴ A UN framework for the immediate socio-economic response to COVID-19. 2020. URL: https://www.un.org/sites/un2.un.org/files/un_framework_report_on_covid-19.pdf.

⁵ Summary of Covid-19 Financial Reporting Considerations / IFAC. 2020. URL: <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/supporting-international-standards/discussion/summary-covid-19-financial-reporting-considerations>.

силля в напрямку розроблення методологічного підґрунтя розкриття підприємствами, у т. ч. державними, інформації про сталий розвиток. Прикладами таких ініціатив є:

- оновлене видання документа ЮНКТАД 2022 р. “Керівництво з ключових показників звітності зі сталого розвитку та впливу на Цілі сталого розвитку” (Guidance on Core Indicators for Sustainability and SDG Impact Reporting)¹;
- документ, виданий у рамках Світового економічного форуму “Вимірювання капіталізму зацікавлених сторін. На шляху до загальних показників і узгодженого звітування про створення сталої вартості” (Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation). У цьому документі визначено основні напрями й показники розкриття інформації про нефінансовий бік діяльності підприємств (запропоновано метрику). Показники організовано за чотирма стовпами (Pillar): принципи управління, планета, люди та процвітання, які узгоджуються з основними елементами Цілей сталого розвитку².

Водночас в Україні з 2014 р. присутній фактор збройної агресії, коли ризики наповнення державного бюджету посилюються. У цій ситуації роль якості інформаційного забезпечення управління, аналізу та оцінки фінансальних ризиків, зумовлених діяльністю державних підприємств, зростає. Отже, є нагальна потреба в ідентифікації й формуванні переліку фінансових та нефінансових показників звітності, що характеризують вплив невизначеності, спричиненої повномасштабною агресією, на діяльність суб'єктів господарювання. Цю роботу запропоновано проводити за напрямками розкриття інформації, окресленими в запровадженому в Україні звіті про управління, відповідно до Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління, затверджених наказом Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. Крім того, джерелом інформації може виступити звіт про сталий розвиток – у разі імплементації вимог Директиви ЄС 2022/2464 Європейського Парламенту та Ради від 14 грудня 2022 р. про внесення змін до Регламенту (ЄС) № 537/2014, Директиви 2004/109/ЄС, Директиви 2006/43/ЄС та Директиви 2013/34/ЄС щодо корпоративної звітності зі сталого розвитку. Запропонований підхід дасть змогу створити передумови для вдосконалення інформаційного забезпечення прийняття управлінських рішень на рівні держави щодо управління фінансальними ризиками та подолання наслідків повномасштабної агресії (Iefymenko, Lovinska, & Kucheriava, 2022).

Слід зауважити, що на сьогодні відсутня критична маса публікацій і документів, присвячених питанням розкриття інформації в частині впливу воєнного стану

¹ Guidance on Core Indicators for Sustainability and SDG Impact Reporting / UNCTAD. 2022. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diae2022d1_en.pdf

² Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf

на діяльність підприємств. Проте, враховуючи рекомендації, наведені в документах авторитетних міжнародних професійних бухгалтерів та аудиторів, державним підприємствам пропонується задля інформаційного забезпечення оцінки й аналізу фінансових ризиків при складанні звіту про управління, а в перспективі – звіту про сталий розвиток, наводити порівняльну інформацію за кожним показником (фінансовим і нефінансовим), що розкривається в такій звітності, до, під час кризи та в період посткризового відновлення.

За такого підходу із застосуванням класифікації фінансових ризиків, запропонованої в рамках дослідження (див. табл. 15.6) сформовано перелік індикаторів, що характеризують вплив невизначеності на ефективність діяльності державних підприємств (табл. 15.10).

Таблиця 15.10

Перелік індикаторів для оцінки фінансових ризиків, спричинених діяльністю звітності державних підприємств в особливих умовах (пандемії COVID-19, війни)

Види ризиків	Індикатори, що характеризують вплив невизначеності на діяльність державних підприємств, спричиненої	
	пандемією COVID-19	війною в Україні
Ризики операційної діяльності, економічного характеру, скорочення ліквідності	1. Обсяг кредитних ресурсів, залучених підприємством під час пандемії COVID-19, тис. грн. 2. Сума витрат на інвестиційні проекти, фінансування яких тимчасово зупинено внаслідок пандемії, тис. грн. 3. Суми витрат на забезпечення диджиталізації бізнес-процесів на підприємстві в умовах протидії поширенню COVID-19, тис. грн	1. Витрати на інвестиційні проекти, реалізацію яких призупинено внаслідок воєнного стану, тис. грн. 2. Обсяг кредитних ресурсів, залучених підприємством під час воєнного стану, тис. грн. 3. Зміна руху грошових коштів під час воєнного стану порівняно з довоєнним періодом, тис. грн. 4. Витрати, пов'язані з руйнуванням (частковим чи повним) основних виробничих фондів унаслідок війни, тис. грн. 4. Витрати, пов'язані з руйнуванням (частковим чи повним) основних виробничих фондів унаслідок війни, тис. грн. 5. Витрати, пов'язані з порушенням ланцюгів постачання, тис. грн. 6. Витрати, пов'язані з ліквідацією наслідків природних катастроф, спричинених війною, тис. грн
Ризики інфраструктурного характеру	1. Обсяг водоспоживання, тис. м³, тис. грн. 2. Обсяг енергоспоживання, тис. м³, тис. грн	1. Витрати, пов'язані з ліквідацією наслідків природних катастроф, спричинених війною, тис. грн. 2. Загальна площа будівель, зруйнованих / частково зруйнованих унаслідок війни, м². 3. Загальна площа земельних ділянок, що перебувають у власності / оренді підприємства, які підлягають довгостроковому відновленню, га

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.10

Види ризиків	Індикатори, що характеризують вплив невизначеності на діяльність державних підприємств, спричиненої	
	пандемією COVID-19	війною в Україні
Ризики, пов'язані з персоналом	1. Частота випадків захворюваності працівників на COVID-19, од. 2. Сума витрат на оплату лікарняних, оформлених під час пандемії COVID-19, тис. грн. 3. Сума витрат на створення безпечних умов праці в контексті протидії COVID-19, тис. грн. 4. Сума витрат, пов'язаних зі сплатою штрафів за неналежні умови праці в контексті протидії COVID-19, тис. грн. 5. Сума витрат на додаткове страхування здоров'я працівників (life insurance), тис. грн. 6. Тривалість дистанційної форми роботи працівників в умовах COVID-19, год. на тиждень	1. Витрати на оплату лікарняних, оформлених під час воєнного стану, тис. грн. 2. Витрати на створення безпечних умов праці, тис. грн. 3. Витрати на додаткове страхування здоров'я працівників (life insurance), тис. грн. 4. Витрати на гуманітарну допомогу та благодійність, тис. грн. 5. Коефіцієнт скорочення персоналу, %. 6. Кількість випадків травматизму на робочому місці, спричинених війною, од.
Комунікаційні ризики	1. Кількість підтверджених випадків корупції протягом періоду, од. 2. Сума сплачених штрафів за судові справи, пов'язані з корупцією, протягом періоду, тис. грн	

Складено авторами.

Застосування цього переліку індикаторів державними підприємствами спрямоване на посилення системи управління фінансовими ризиками. Це забезпечить ефективний нагляд за державними підприємствами, їх підзвітність та прозорість їхньої діяльності, адже розкриття цих індикаторів дає змогу оцінити вплив невизначеності на результати діяльності відповідних суб'єктів господарювання. Варто наголосити, що ці індикатори може бути розкрито в рамках інформації, яка продукується за чинною системою бухгалтерського обліку та звітності в Україні (табл. 15.11, 15.12).

Таблиця 15.11

Інформаційне забезпечення розрахунку переліку індикаторів звітності державних підприємств для оцінки фінансових ризиків, спричинених їхньою діяльністю в умовах пандемії COVID-19

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
Ризики операційної діяльності, економічного характеру, скорочення ліквідності	1. Обсяг кредитних ресурсів, залучених підприємством під час пандемії COVID-19, тис. грн	Сума всіх кредитних ресурсів, залучених протягом звітного періоду, у розрізі термінів погашення (довгострокові й поточні), тис. грн.	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695 Примітки до річної фінансової звітності

Продовження табл. 15.11

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
		З метою поліпшення сприйняття інформації стейкхолдерами та демонстрації впливу пандемії на платоспроможність, оптимізацію розрахунків із контрагентами підприємствам рекомендується навести динаміку зміни величини отриманих кредитів за допомогою розрахунку темпу приросту, темпу зростання	
	2. Сума витрат на інвестиційні проекти, фінансування яких тимчасово зупинено внаслідок пандемії, тис. грн	Сума витрат на інвестиційні проекти, реалізацію яких призупинено внаслідок пандемії, тис. грн	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку
	3. Суми витрат на забезпечення диджиталізації бізнес-процесів на підприємстві в умовах протидії поширенню COVID-19, тис. грн	–	
Ризики інфраструктурного характеру	1. Обсяг водоспоживання, тис. м ³ , тис. грн	–	Таблиці 1–3 форми № 2ТП-вод-госп (річна «Звіт про використання води») ¹ . Дані оперативно-технічного обліку
	2. Обсяг енергоспоживання, тис. м ³ , тис. грн	–	Дані оперативно-технічного обліку
Ризики, пов'язані з персоналом	1. Частота випадків захворюваності працівників на COVID-19, од.	–	Державне статистичне спостереження щодо травматизму на виробництві ²
	2. Сума витрат на оплату лікарняних, оформлених під час пандемії COVID-19, тис. грн	Сума витрат на сплату заборгованості з виплат працівникам у зв'язку з тимчасовою непрацездатністю, тис. грн	Державне статистичне спостереження щодо травматизму на виробництві ³ . Внутрішні дані підприємства, кадрові дані, дані обліку кадрів
	3. Сума витрат на створення безпечних умов праці в контексті протидії COVID-19, тис. грн	Сума витрат, пов'язаних зі створенням безпечних умов праці в контексті протидії пандемії коронавірусної хвороби, тис. грн	

¹ Про затвердження Порядку ведення державного обліку водокористування : наказ Міністерства екології та природних ресурсів України від 16.03.2015 № 78. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0382-15#n224>.

² Методологічні положення державного статистичного спостереження “Травматизм на виробництві” : затв. наказом Державної служби статистики України від 14.07.2022 № 204. URL: https://ukrstat.gov.ua/norm_doc/2022/204/204.pdf.

³ Там само.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 15.11

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
	4. Сума витрат, пов'язаних зі сплатою штрафів за неналежні умови праці в контексті протидії COVID-19, тис. грн	–	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку
	5. Сума витрат на додаткове страхування здоров'я працівників (life insurance), тис. грн	Сума витрат на індивідуальне медичне страхування працівників підприємства, тис. грн	Дані щодо персоналу, з обліку кадрів. Внутрішні дані підприємства
	6. Тривалість дистанційної форми роботи працівників в умовах COVID-19, год. На тиждень	–	Дані оперативно-технічного обліку, дані обліку персоналу
Комунікаційні ризики	1. Кількість підтверджених випадків корупції протягом періоду, од.	–	Внутрішні дані підприємства, дані обліку кадрів. Звіт про управління (п. 4 Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління) ¹
	2. Сума сплачених штрафів за судові справи, пов'язані з корупцією, протягом періоду, тис. грн	–	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку

Складено авторами.

¹ Про затвердження методичних рекомендацій зі складання звіту про управління : наказ Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0982201-18#Text>.

Таблиця 15.12

**Інформаційне забезпечення розрахунку переліку індикаторів звітності
державних підприємств для оцінки фінансових ризиків, спричинених їхньою діяльністю
в умовах війни**

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
Ризики операційної діяльності, економічного характеру, скорочення ліквідності	Витрати на інвестиційні проекти, реалізацію яких призупинено внаслідок воєнного стану, тис. грн	Сума витрат на інвестиційні проекти, реалізацію яких призупинено внаслідок воєнного стану в Україні, тис. грн	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку
	Обсяг кредитних ресурсів, залучених підприємством під час воєнного стану, тис. грн	Сума всіх кредитних ресурсів, залучених протягом звітного періоду, у розрізі термінів погашення (довгострокові й поточні), тис. грн. З метою поліпшення сприйняття інформації стейкхолдерами та демонстрації впливу воєнного стану на платоспроможність, оптимізацію розрахунків із контрагентами підприємствам рекомендується навести динаміку зміни величини отриманих кредитів за допомогою розрахунку темпу приросту, темпу зростання	Баланс (звіт про фінансовий стан), рядки 1595, 1695. Примітки до річної фінансової звітності
	Зміна руху грошових коштів під час воєнного стану порівняно з довоєнним періодом, тис. грн	Прогнозна та фактична величина грошових надходжень від різних видів діяльності (операційної, інвестиційної, фінансової), чистий рух грошових коштів. Подавати інформацію доцільно в абсолютних (тис. грн) і відносних показниках	Звіт про рух грошових коштів, рядки 3195, 3295, 3395, 3415. Примітки до річної фінансової звітності
	Витрати, пов'язані з руйнуванням (частковим чи повним) основних виробничих фондів унаслідок війни, тис. грн	Сума витрат, пов'язаних із надзвичайними подіями (руйнування основних виробничих фондів), спричиненими війною, тис. грн	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку
	Витрати, пов'язані з порушенням ланцюгів постачання, тис. грн	Сума витрат на збут, пов'язаних із порушеннями ланцюгів постачання	

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 15.12

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
	Витрати, пов'язані з ліквідацією наслідків природних катастроф, спричинених війною, тис. грн	Сума витрат, пов'язаних із надзвичайними подіями (ліквідацією наслідків природних катастроф), спричиненими війною, тис. грн	
Ризики інфраструктурного характеру	Загальна площа будівель, зруйнованих / частково зруйнованих унаслідок війни, м ²	–	Дані оперативно-технічного обліку, аналітичного обліку основних засобів
	Загальна площа земельних ділянок, що перебувають у власності / оренді підприємства, які підлягають довгостроковому відновленню, га	–	
Ризики, пов'язані з персоналом	Витрати на оплату лікарняних, оформлених під час воєнного стану, тис. грн	Сума витрат на сплату заборгованості з виплат працівникам у зв'язку з тимчасовою непрацездатністю, тис. грн. Рекомендується наводити інформацію щодо частки витрат на сплату заборгованості з виплат працівника у зв'язку з тимчасовою непрацездатністю в загальній сумі заборгованості з виплат працівникам у зв'язку з тимчасовою непрацездатністю, включаючи оплату перших п'яти днів, %	Державне статистичне спостереження щодо травматизму на виробництві ¹ . Внутрішні дані підприємства, кадрові дані, дані обліку кадрів
	Витрати на створення безпечних умов праці, тис. грн	Сума витрат, пов'язаних зі створенням безпечних умов праці в контексті воєнних дій, тис. грн	Внутрішні дані підприємства. Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати)
	Витрати на додаткове страхування здоров'я працівників (life insurance), тис. грн	Сума витрат на індивідуальне медичне страхування працівників підприємства, тис. грн	Дані щодо персоналу, з обліку кадрів. Внутрішні дані підприємства

¹ Методологічні положення державного статистичного спостереження “Травматизм на виробництві”: затв. наказом Державної служби статистики України від 14.07.2022 № 204. URL: https://ukrstat.gov.ua/norm_doc/2022/204/204.pdf.

Продовження табл. 15.12

Види ризиків	Індикатори	Розрахунок	Інформаційне джерело
	Витрати на гуманітарну допомогу та благодійність, тис. грн	Сума витрат підприємства на внески до благодійних громадських організацій, допомогу потерпілим від збройної агресії працівникам підприємства тощо, тис. грн	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку
	Коефіцієнт скорочення персоналу, %	Відношення кількості скорочених працівників за звітний період до середньооблікової кількості працівників за відповідний період, %. Доцільно навести вікову та статеву структуру скорочених працівників	Форми державного статистичного спостереження № 1-ПВ (місячна) "Звіт із праці" та № 1-ПВ (квартальна) "Звіт із праці" ¹
	Кількість випадків травматизму на робочому місці, спричинених війною, од.	Відношення днів непрацездатності внаслідок збройної агресії до відпрацьованого робочого часу, помножене на 100, %. Кількість випадків травматизму серед працівників, спричиненого збройною агресією, од.	Державне статистичне спостереження щодо травматизму на виробництві ²
Комунікаційні ризики	Кількість підтверджених випадків корупції протягом періоду, од.	–	Внутрішні дані підприємства, дані обліку кадрів. Звіт про управління (п. 4 Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління) ³
	Сума сплачених штрафів за судові справи, пов'язані з корупцією, протягом періоду, тис. грн	–	Дані бухгалтерського обліку (реєстри бухгалтерського обліку) за витратами (розділ I журналів 5 і 5А за кредитом рахунків 90, 92–98 та розділ II журналів 5 і 5А за кредитом рахунків із журналів 1–4, 6; дані аналітичного обліку в розрізі працівників, на навчання яких спрямовані витрати). Дані аналітичного обліку

Складено авторами.

¹ Про затвердження форм державного статистичного спостереження № 1-ПВ (місячна) "Звіт із праці" та № 1-ПВ (квартальна) "Звіт із праці": наказ Державної служби статистики України від 12.05.2022 № 87. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0087832-22#n13>

² Методологічні положення державного статистичного спостереження "Травматизм на виробництві": затв. наказом Державної служби статистики України від 14.07.2022 № 204. URL: https://ukrstat.gov.ua/norm_doc/2022/204/204.pdf

³ Про затвердження Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління: наказ Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0982201-18#Text>

Перевагою запропонованого переліку індикаторів є необтяжливість у розрахунках та наявність інформаційного забезпечення розкриття (фінансова звітність, звіт про управління, звіт про сталий розвиток, статистична звітність тощо).

Висновки до розділу 15

Бухгалтерський облік, як обслуговуюча функція та інформаційне підґрунтя управління, відіграє важливу роль в управлінні фінансовими ризиками. Державні підприємства є потенційним джерелом фінансових ризиків на макроекономічному рівні у зв'язку з можливими втратами державного бюджету через відсутність об'єктивної інформації про фінансові результати їхньої діяльності, а отже, недонадходження податків до бюджету. Економічні наслідки пандемії COVID-19 посилюють значення вдосконалення інформаційного забезпечення управлінських рішень.

Країни ОЕСР застосовують єдину ідеологію в управлінні фінансовими ризиками, котру можна окреслити як захист державних фінансів від можливого макроекономічного шоку. Це дає змогу застосовувати її як надійний інструмент ризик-менеджменту в умовах пандемії COVID-19 та розвитку глобальної економіки. Однак у підходах до прогнозування й нівелювання негативного впливу невизначеності на фінанси країни є відмінності, пов'язані з особливостями внутрішнього законодавчого регулювання та реагування на макроекономічні виклики й загрози; фінансовою стійкістю; наявністю та розмірами нерозподілених бюджетних резервів; масштабами державних гарантій.

Міжнародний досвід показує, що впровадженню ефективного ризик-менеджменту сприяє застосування норм професійних і міжнародних стандартів, які пропонують алгоритм дій за певних обставин. Такі стандарти забезпечують інформаційне підґрунтя для прийняття рішення про найбільш раціональний підхід до управління ризиками, а також можуть використовуватися для прийняття рішення щодо ідентифікованих ризиків або здійснення вибору між декількома варіантами.

Реалізація заходів фінансової та монетарної політики для нівелювання впливу COVID-19 і сталого постпандемічного відновлення вимагає релевантної фінансової інформації, що достовірно відображає фінансовий стан країни. Надійним джерелом такої інформації є державна фінансова й бюджетна звітність, складена з використанням міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в державному секторі та за методом нарахування.

В умовах негативного впливу невизначеності, спричиненої пандемією коронавірусної хвороби, війни, на діяльність державних підприємств важливим інструментом підвищення ефективності управління фінансовими ризиками є уніфікація підходів до встановлення індикаторів оцінки відповідних ризиків та інформаційного забезпечення їх розрахунку. Розширенню й посиленню інформаційної бази оцінки та аналізу фінансових ризиків на рівні держави сприятиме врегулювання питання підготовки державними підприємствами звітності про сталий розвиток, встановлення уніфікованого орієнтовного переліку індикаторів, що характеризують вплив невизначеності на економічну результативність таких підприємств.

Частина 4

ТРАНСФОРМАЦІЯ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ ПІДТРИМКИ ЕКОНОМІЧНОЇ АКТИВНОСТІ, ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ ТА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УМОВАХ ПОДОЛАННЯ НАСЛІДКІВ ПАНДЕМІЇ COVID-19

ВПЛИВИ ПАНДЕМІЇ COVID-19 НА РІШЕННЯ ІНСТИТУТІВ МОНЕТАРНОЇ ВЛАДИ РОЗВИНУТИХ КРАЇН, ЗОКРЕМА КРАЇН ЄС, КРАЇН ІЗ РИНКАМИ, ЩО ФОРМУЮТЬСЯ

Пандемія COVID-19 і відповідні обмеження на діяльність – це передусім тимчасове зниження загальної продуктивності факторів. За такого сценарію класична модель передбачає зростання інфляції за умови, що співвідношення темпів зростання грошової маси та швидкості обігу залишається постійним. Отже, вже на кінець 2020 р. лише 12 зі 195 економік світу мали вищі темпи економічного зростання, ніж у 2019 р. (Hlávka, & Rose, 2023). Багатьом країнам довелося стикатися зі стрімким злетом цін на різні ресурси й навіть з інфляцією. 3 травня 2021 р. у США, Європі, Японії та інших країнах рівень інфляції вийшов з-під контролю, постійно досягаючи нових максимумів, значно перевищуючи цільові рівні.

У відповідь на наслідки нової пандемії коронавірусу уряди й центральні банки в усьому світі почали вдаватися до численних екстрених заходів фінансової та монетарної політики, зокрема до використання інструментів і методів як традиційної, так і інноваційної (неконвенціональної) політики.

16.1. Порівняльний аналіз інструментарію монетарної політики США та КНР у період пандемії коронавірусу

Інструментарій монетарної політики Федеральної резервної системи США. Федеральна резервна система США працює над сприянням міцній економіці країни. Зокрема, Конгрес доручив ФРС проводити грошово-кредитну політику держави для підтримки цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових процентних ставок. Коли ціни стабільні, такі ставки залишаються на помірних рівнях, тому цілі стабільності цін та помірних довгострокових процентних ставок поєднуються. У результаті цілі максимальної зайнятості й стабільних цін часто називають “подвійним мандатом” ФРС США¹.

¹ What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy? URL: <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>.

Виходячи з цього, уже в березні 2020 р. офіційні особи ФРС почали вживати заходів для розв'язання економічних проблем, спричинених пандемією COVID-19 та відповідними обмеженнями на діяльність. Дії ФРС можна поділити на дві різні категорії: безпосередньо монетарна політика та політика екстреного кредитування, або монетарна політика у вузькому й розширеному розумінні. Під безпосередньо монетарною політикою маються на увазі зусилля ФРС щодо впливу на криву прибутковості та загальний рівень економічної активності (які детермінують необхідний обсяг грошової маси в обігу). Політика екстреного кредитування включає зусилля ФРС із надання кредитів конкретним банкам, підприємствам, муніципалітетам, штатам або іншим секторам економіки, які також мають опосередковане відношення до монетарної політики в широкому розумінні, оскільки впливають на загальний обсяг грошової маси в обігу (хоча її збільшення внаслідок таких заходів неможливо визначити заздалегідь, що за певних умов може вступити в суперечність із цілями монетарної політики).

Спочатку монетарна політика полягала в зниженні процентних ставок більшою мірою, ніж очікувалося. Зокрема, тільки в березні 2020 р. ФРС протягом двох тижнів здійснила два зниження процентних ставок – на 50 і 100 б. п., повернувшись до епохи нульових процентних ставок (Wessel, & Milstrein, 2021).

Насамперед ФРС відновила купівлю величезних обсягів боргових цінних паперів – ключовий інструмент, який вона використовувала ще під час Великої рецесії. Реагуючи на гостру дисфункцію ринків казначейства та іпотечних цінних паперів після спалаху COVID-19, ФРС спочатку спрямувала зусилля на відновлення нормального функціонування цих ринків. З 15 березня 2020 р. вона орієнтує свою політику кількісного пом'якшення на підтримку економіки в умовах пандемії. У червні 2020 р. ФРС встановила норму купівлі казначейських зобов'язань мінімум 80 млрд дол. США на місяць і 40 млрд дол. цінних паперів, забезпечених житловою й комерційною іпотекою; відновила програму використання Кредитного механізму первинного дилера (Primary Dealer Credit Facility)¹, яка добре зарекомендувала себе під час фінансової кризи 2007–2009 рр.

Також було відновлено використання Інструменту ліквідності взаємних фондів грошового ринку (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)². Цей інструмент надається банкам під заставу, яку вони купують у фондів грошового ринку, що інвестують у цінні папери казначейства та корпоративні короткострокові боргові зобов'язання. На початку пандемії COVID-19 інвестори, ставлячи під сумнів вартість приватних цінних паперів, котрими володіли ці фонди, масово вийшли з основних фондів грошового ринку. Щоб задовольнити ці відтоки, фонди спробували прода-

¹ Federal Reserve Board announces establishment of a Primary Dealer Credit Facility (PDCF) to support the credit needs of households and businesses / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020 March 17. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317b.htm>.

² Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020. March 18. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm>.

ти свої цінні папери, але попит впав навіть на високоякісні цінні папери з коротшим терміном обігу.

ФРС значно розширила сферу своєї діяльності за рахунок операцій зворотного викупу (репо, англ. repurchase) для забезпечення грошових ринків необхідною ліквідністю. До того, як на ринок вплинула криза, пов'язана з коронавірусом, ФРС запропонувала 100 млрд дол. США у вигляді одноденного репо та 20 млрд дол. у вигляді двотижневого репо. Протягом усієї пандемії ФРС істотно розширила цю програму. У липні 2021 р. вона запровадила Постійний механізм репо для підтримки грошових ринків¹. З метою заохочення комерційних банків до кредитування економіки регулятор знизив ставку за позиками банкам через “дисконтне вікно” на 2 в. п., з 2,25 до 0,25 %, ще більше, ніж під час Великої рецесії 2007–2009 рр.

Не залишилося поза увагою й пряме кредитування великих корпорацій: 23 березня 2020 р. ФРС створила дві нові установи для підтримки кредитування американських корпорацій. Механізм корпоративного кредитування первинного ринку (Primary Market Corporate Credit Facility) давав змогу ФРС кредитувати корпорації безпосередньо шляхом купівлі нових випусків облігацій і надання позик. Позичальники могли відстрочити сплату процентів та основної суми принаймні на перших шість місяців, щоб у них були грошові кошти для оплати праці співробітників і постачальників (при цьому вони не могли виплачувати дивіденди або викуповувати акції). Завдяки Механізму корпоративного кредитування вторинного ринку (Secondary Market Corporate Credit Facility) регулятор зміг придбати існуючі корпоративні облігації, а також біржові фонди, що вкладають кошти в корпоративні облігації інвестиційного рівня. Вважалося, що впорядкований вторинний ринок допомагає підприємствам отримати нові кредити на первинному ринку. Ці інструменти дали змогу компаніям отримати доступ до кредитів, що мали підтримати їхні бізнес-операції й потужності в період збоїв, пов'язаних із пандемією. Спочатку на підтримку корпоративного кредитування було спрямовано 100 млрд дол. США, але вже у квітні 2020 р. цю суму було збільшено до 750 млрд дол.²

З метою фінансової підтримки малого й середнього бізнесу 9 квітня 2020 р. запроваджено Програму кредитування локального бізнесу (Main Street Lending Program)³, націлену на підтримку підприємств, що були, з одного боку, занадто великими для Програми захисту заробітної плати (Paycheck Protection Program)⁴, яку

¹ Federal Reserve Board announces technical change to support the U.S. economy and allow banks to continue lending to creditworthy households and businesses / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020 March 23. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200323a.htm>.

² Federal Reserve Board announces establishment of a Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to support the flow of credit to households and businesses / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020 March 17. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317a.htm>.

³ Main Street Lending Program. Policy Tools / Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mainstreetlending.htm>.

⁴ Paycheck Protection Program / U. S. Small Business Administration. URL: <https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options/paycheck-protection-program>.

пропонувала Адміністрація у справах малого бізнесу, а з другого – занадто малими для двох корпоративних кредитних інструментів ФРС, згаданих вище.

У липні 2020 р. ФРС розширила свою Програму кредитування локального бізнесу на неприбуткові організації, такі як лікарні, школи та організації соціальних служб, що перебували в доброму фінансовому стані до пандемії. Наступним об'єктом фінансової підтримки стали домогосподарства. Так, завдяки відновленій 23 березня 2020 р. Строковій кредитній лінії, яка забезпечена активами (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) регулятор підтримував домогосподарства й малий бізнес, надаючи кредити власникам забезпечених активами цінних паперів, що були використані в ролі застави за новими позиками (Cachanosky et al., 2021). Ці позики включали студентські позики, автомобільні кредити, кредитні картки та позики під гарантії Адміністрації у справах малого бізнесу.

Під час пандемії значне фінансове навантаження припало як на органи державної влади, так і на місцеве самоуправління, тому ФРС передбачила підтримку державних та муніципальних запозичень. Під час коронакризи вона позичала безпосередньо державним і місцевим органам влади через Муніципальний фонд ліквідності¹, який було створено 9 квітня 2020 р.

Важливим напрямом монетарної політики ФРС було використання інструментів забезпечення міжнародної ліквідності, що впливало зі статусу долара як резервної валюти. Зокрема, з метою вливання ліквідності в міжнародну валютно-фінансову систему регулятор 20 березня 2020 р. підписав угоди своп (про обмін доларами на місцеву валюту)² із центральними банками Японії, Великої Британії та зони євро, а потім із центробанками Австралії, Бразилії, Данії, Мексики, Нової Зеландії, Норвегії, Сінгапуру, Південної Кореї та Швеції.

Інструментарій монетарної політики Народного банку Китаю. Стаття 23 Закону про Народний банк Китаю (НБК) встановлює, що для реалізації монетарної політики центральний банк може використовувати стандартний набір інструментів монетарної політики³, включаючи обов'язкові резерви банків, базові процентні ставки центробанку, дисконтування, позики банкам, купівлю й продаж облігацій державних цінних паперів, облігацій та іноземної валюти. Зазначений інструментарій деталізується в низці відповідних програм і операцій. Для управління ліквідністю в банківській сфері застосовуються: а) операції на відкритому ринку, б) коефіцієнт обов'язкових резервів, в) механізм середньострокової підтримки ліквідності та г) механізм постійного кредитування.

Завдяки нещодавній реформі НБК удосконалив механізм формування базової процентної ставки для комерційних банків, щоб механізм LPR відіграв провідну

¹ Municipal Liquidity Facility. Policy Tools / Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/muni.htm>.

² Federal Reserve announces the extension of its temporary U.S. dollar liquidity swap lines with nine central banks through December 31, 2021 / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2021. June 16. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20210616c.htm>.

³ Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2941519/2015082610501049304.pdf>.

роль у формуванні реальних процентних ставок, щоб покращити передання процентних ставок, що сприяло зниженню ставок для фінансування підприємств.

Цільове середньострокове кредитування запроваджено НБК у 2018 р. для банків, які істотно підтримують реальну економіку та додержуються макропруденційних вимог. Кошти програми доступні протягом трьох років з операційною процентною ставкою 3,15 %, що на 15 б. п. нижча, ніж у Механізмі середньострокового кредитування¹.

Увесь цей інструментарій було активно використано для подолання негативних економічних наслідків пандемії COVID-19. Уже починаючи з 2019 р., на тлі глобального пом'якшення монетарної політики та посилення тиску на національну економіку, монетарна політика НБК має виражені ознаки “егоцентризму й збереження концентрації”, спрямовані передусім на цілі стабілізації зростання та стабілізації зайнятості. Далі була підтримка структурної перебудови, стабілізація левериджу / запобігання ризикам і, нарешті, стабілізація цін, стабілізація курсу².

Враховуючи раптовий спалах нової епідемії коронавірусу, монетарна політика НБК була досить пом'якшувальною та полягала у використанні різних фінансових інструментів для боротьби з наслідками пандемії³:

1. Підтримка ліквідності банківської системи країни. У I кв. 2020 р. норму обов'язкового резервування депозитів було знижено тричі поспіль, що вивільнило 1,75 трлн юанів (близько 255 млрд дол. США) довгострокових вкладень.
2. Спеціальні програми рефінансування, спрямовані на адресну підтримку ключових сфер і підприємств в обробній промисловості.
3. Поглиблення ринкової реформи процентних ставок у напрямі вдосконалення трансмісійного механізму монетарної політики та зниження реальної процентної ставки за кредитами.
4. Удосконалення системи інструментів структурної монетарної політики. Запроваджено два інструменти: 1) підтримки пролонгації кредитів та 2) підтримки кредитів для малих і мікропідприємств для технологічних інновацій, “зеленого” розвитку та інших сфер.
5. Поглиблення реформи валютного ринку та збереження курсової стабільності.
6. Запобігання й мінімізація фінансових ризиків.

З огляду на наслідки пандемії COVID-19, НБК не лише раціонально використовував традиційну політику, включаючи коефіцієнт резервування депозитів. Регулятор також вдавався до нетрадиційних заходів, по суті, створивши новий тип монетарної політики, аби сприяти надходженню коштів до малих і середніх підприємств, а також до груп населення з низькими доходами. При цьому враховувалося, що по-

¹ PBC launches TMLF to spur lending to small and private businesses / The People's Bank of China. 2018. December 21. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4048314/3725697/index.html>.

² 新冠疫情冲击下的货币政策：目标、立场与操作 // 宏观研究·专题报告 2020 年 2 月 12 日 - iii + 18 p. URL: http://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202002141375116148_1.pdf.

³ 李依. 新冠疫情冲击下的货币政策 / 世界经济探索. 2022. Vol. 11 (4). P. 350–354. URL: https://pdf.hanspub.org/WER20220400000_67755510.pdf.

над 80 % таких підприємств були здатні виживати в умовах карантину лише до трьох місяців, а в разі довшого періоду пандемії багато підприємств зіткнулися з порушенням ланцюжків створення вартості, особливо готельний бізнес та харчування¹.

Структурна монетарна політика НБК – це диференційована монетарна політика, спрямована на конкретні види економічної діяльності. По суті, вона давно вже стала нормою монетарної політики багатьох центральних банків, у т. ч. Банку Англії та Банку Японії, але її ефективність не було повністю оцінено. Коли традиційні інструменти грошово-кредитної політики не дають бажаних результатів у певних сферах, центробанк намагається досягти структурних цілей шляхом “точкового крапельного зрошення” за допомогою чотирьох інструментів: перекредитування, повторного дисконту, цільового скорочення та інших операцій на відкритому ринку, таких як додаткові позики під заставу. Утім, попри те що структурна монетарна політика стала одним із важливих каналів вивільнення центробанком грошової бази, при оцінці її ефективності потрібно переконатися в тому, що цільові кредити справді надійшли у відповідні сектори, а також врахувати можливе зростання ступеня кредитних ризиків для комерційних банків. Узагалі серед органів монетарної політики провідних країн світу існує консенсус щодо їх використання для насичення ліквідністю фінансової системи та реальної економіки (Research Group of the Monetary Policy Department of the People's Bank of China, 2021).

16.2. Інструментарій монетарної політики країн Європи в період пандемії коронавірусу

Нами систематизовано та проаналізовано дії центральних банків країн Європи в межах реалізованих ними заходів у сфері монетарної політики за такими ключовими напрямками: процентна, резервна, мікро- та макропруденційна політика, інші адміністративні рішення.

Протягом березня 2020 р. багато фінансових ринків серйозно деформувалися. Попит на ліквідність зріс і відображав процес перенесення заощаджень у накопичення готівки та найліквідніших фінансових інструментів. Водночас учасники фінансового ринку шукали ліквідні ресурси, щоб знизити кредитне навантаження в очікуванні погіршення умов кредитування, виконати договірні зобов'язання, такі як викуп інвесторами в умовах надзвичайної мінливості цін на активи.

Центробанки в країнах із розвинутою економікою досить швидко почали реалізовувати заходи підтримки економічної активності. В Європі головним провідником масштабних заходів монетарної підтримки економічної активності виступив ЄЦБ. На відміну від розвинутих країн, які сфокусувалися на масштабних програмах кількісного пом'якшення, заходи центробанків країн Східної й Центральної Європи були здебільшого орієнтовані на операції з рефінансування та цільового кредитування (35 % заходів). Пропорції інших заходів монетарної політики також відрізнялися між

¹ 黄益平, 沈 艳, 程丹旭, 陈新禹. 中国结构性货币政策有效性研究 以定向降准为例 - CF40 / 文, 2023年第2期(总19期), 中国金融四十人研究院. 24 p. URL: <http://www.cf40.com/Uploads/Picture/2023/04/11/u64350f2794f83.pdf>.

розвинутими економіками й тими, що розвиваються. Економіки країн, що розвиваються, більшою мірою також покладалися на заходи, пов'язані з процентною ставкою (20 %), валютними обмеженнями (20 %) і нормами резервування (15 %), та значно менше проводили викуп активів (10 %) (Bank for International Settlements, 2020).

У загальному вигляді заходи центробанків узгоджувалися з їх основною роллю щодо надання екстреної допомоги фінансовим установам і забезпечення ліквідності ринків капіталу в періоди стресу. Заходи було впроваджено послідовно, у два етапи. На першому етапі інструменти були зосереджені на відновленні функціонування ринку, щоб послабити жорсткість умов надання фінансування та сприяти трансмісії ефектів монетарної політики.

Другий етап мав на меті пом'якшити економіку, коли вона зазнає серйозного шоку попиту, шляхом зниження процентних ставок і підтримки потоку кредитів для позичальників. Ціла низка інструментів передусім орієнтувалися на розширення пропозиції здешевлених фінансових ресурсів. Наприклад, викуп активів фінансового сектору допоміг відновити функціонування фінансових ринків та знизити довгострокові процентні ставки. Багато інструментів також доповнювали один одного. Наприклад, заходи щодо зменшення процентних ставок було підкріплено інструментами, такими як схеми строкового фінансування для кредитування домогосподарств і підприємств.

Ключову ставку ЄЦБ на період початку пандемії вже було знижено до нуля. Після її початку центробанки країн, що не входять до зони євро, також швидко зменшили короткострокові ставки приблизно до нуля, щоб здешевити пропозицію фінансових продуктів та інструментів (RBA, 2020). Це призвело до зниження процентних ставок в економіці, особливо на піку кризи, коли центральні банки надавали значну підтримку фінансовій системі. Проте на той момент ставки центробанків розвинутих країн були на граничній межі, і далі їх уже не було куди знижувати. Тому процентна політика в країнах, що розвиваються, була особливою: у багатьох випадках центробанки знижували ставки до історичного мінімуму. Наприклад, у Польщі ставку було зменшено на 1,5 %, у Румунії – на 1,25 %. У країнах пострадянського її було знижено на 2–4 в. п. У середньому по Східній Європі ставки було зменшено на 1,5–2 %, тобто в 3–4 рази більше, ніж у розвинутих економіках.

Важливим інструментом підтримки став викуп фінансових активів. Уже 19 березня 2020 р. ЄЦБ оголосив про введення програми купівлі активів на 750 млрд євро (Silkos et al., 2021), яка на піку, у середині 2021 р., сягнула 3 169 млрд євро. Ця програма включала такі основні інструменти:

- викуп зобов'язань корпоративного сектору – придбання корпоративних зобов'язань великих корпорацій зі строком погашення від 6 місяців до 30 років;
- викуп зобов'язань державного сектору – купівля зобов'язань урядів, міжнародних організацій, банків розвитку в зоні євро (уже на середину 2021 р. залишки за програмою становили 2 431 млрд євро);
- викуп цінних паперів, забезпечених активами, – інструменти повинні були відповідати критеріям, розробленим ЄЦБ;

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

– придбання забезпечених облігацій – цю підпрограму вже було апробовано у 2012–2013 рр., і згодом відбувалося лише погашення.

Динаміку викупу активів ЄЦБ у 2019–2021 рр. за основними програмами відображено в табл. 16.1.

Таблиця 16.1

Обсяги рефінансування в рамках основних програм ЄЦБ у 2019–2021 рр., млн євро

Рік	Купівля цінних паперів, забезпечених активами	Придбання забезпечених облігацій	Купівля зобов'язань корпоративного сектору	Купівля зобов'язань державного сектору	Купівля забезпечених облігацій
2019	1 478	3 914	7 449	25 695	-1 419
2020	1 235	23 987	59 684	235 339	-1 338
2021	-564	10 110	54 984	154 669	-1 147

Складено за: Asset purchase programmes / ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>.

У цілому придбання активів обмежило експозицію банків у ризикових активах, знижуючи прибутковість забезпечених ними цінних паперів та деривативів, оскільки інвестори реінвестували отримані кошти. Менші довгострокові процентні ставки також сприяли зниженню обмінних курсів, що було бажаним у розвинутих економіках.

Водночас найбільші центральні банки Європи запровадили або збільшили обсяг викупу комерційних паперів і корпоративних облігацій, а ЄЦБ також розширив право викупу облігацій зі зниженим рейтингом. Банк Англії оголосив, що щонайменше 10 % із 200 млрд ф. ст. додаткових закупівель у рамках його механізму купівлі активів стосуватимуться корпоративних облігацій. Фактично центробанки вперше оголосили про інтервенції в рамках викупу активів у відповідь на COVID-19, навіть ще до зниження процентних ставок. Наприклад, Центральний банк Угорщини запустив програму викупу іпотечних облігацій і розширив програму “Bond Funding for Growth Scheme”. Натомість у групі країн, що розвиваються, операції з викупу активів були переважно зосереджені в сегменті державних цінних паперів для забезпечення бюджетної стабільності. Центральні банки деяких країн також придбали цінні папери, випущені державними й муніципальними органами влади та державними установами, або створили механізми фінансування для цих емітентів. Окрім того, присутність центрального банку на вторинних ринках підтримала попит на випущені боргові цінні папери на первинному ринку, сприяючи надходженню кредитів до позичальників.

Ефект від масштабного викупу активів для фінансових ринків можна оцінити як цілий комплекс наслідків, що були різними для розвинутих економік і тих, що розвиваються. На ринках, що розвиваються, реакція в частині зміни дохідності державних облігацій у місцевій валюті в середньому була в 2–4 рази сильніша, ніж у країнах

із розвинутою економікою. Це пояснюється двома причинами: 1) більшим діапазоном процентних ставок, що давало простір для маневру; 2) непередбачуваним характером їх динаміки у зв'язку з широким діапазоном суверенних ризиків із підтримкою та без неї. Ефективність програм викупу активів підтверджують приклади Польщі й Румунії (Rebucci, Hartley, & Jiménez, 2022). У Румунії 20 березня 2020 р., після лише оголошення про намір викупу активів дохідність державних облігацій впала майже на 2 %, а обмінний курс зміцнився більш ніж на 3 % протягом трьох днів. У Польщі оголошення про програми викупу активів 17 березня 2020 р. також призвело до зниження прибутковості державних облігацій протягом 1–3 днів.

Хронологію операцій ЄЦБ наведено в табл. 16.2.

ЄЦБ здійснював рефінансування з використанням уже традиційного інструментарію довгострокових програм операцій з рефінансування (Long Term Refinancing Operation, LTRO), що мають стандартний термін чотири роки. Для протидії шокам пандемії ліміт рефінансування за LTRO було збільшено до 1,8 трлн євро. Ставка рефінансування за цими програмами фіксувалася на рівні 0,25–0,5 % нижче від середньої ставки депозитів за період фінансування (Kim, Laubach, & Wei, 2020).

На відміну від глобальної фінансової кризи, під час пандемії центральні банки надавали рефінансування під ширший спектр прийнятної застави, включаючи іпотечні, комерційні папери, корпоративні облігації, боргові зобов'язання, випущені державними й місцевими органами влади, а також позики підприємствам і домогосподарствам. Ціна цих інструментів, звичайно, була зниженою, але вони стали доступними для більшого кола контрагентів. Загальний ефект цих операцій полягав у значному зростанні обсягу ліквідності, що дало змогу банкам обмінювати широкий спектр менш ліквідних активів на ліквідні кошти в той час, коли готівка користувалася високим попитом.

Також ЄЦБ де-факто змінив терміни погашення існуючих позик, надаючи банкам цільові довгострокові операції рефінансування (TLTRO III). Пізніше він запровадив додаткові операції довгострокового рефінансування на випадок пандемії (PELTRO). Загалом операції з пільгового рефінансування забезпечили джерело стабільного та недорогого ресурсу для банків у той час, коли альтернативні джерела були дефіцитними або надзвичайно дорогими. Ця додаткова ліквідність також сприяла зниженню процентних ставок на інших фінансових ринках, що призвело до розширення грошової пропозиції в економіці. Проте ступінь, до якого додаткова ліквідність змогла пом'якшити дисфункцію ринків, був обмежений нездатністю або небажанням фінансових посередників транслювати отриману ліквідність у реальний сектор економіки.

Новим інструментом центробанків, запровадженим для використання в умовах пандемії з метою підтримки банківського кредитування, стали специфічні схеми фінансування, спрямовані на зниження довгострокових витрат для банків та, у свою чергу, на зниження процентних ставок для позичальників. Строкове фінансування передбачало надання центробанками недорогого довгострокового фінансування банкам або іншим фінансовим посередникам під заставу. На відміну від

Таблиця 16.2
Хронологія та характеристика впровадження ЄЦБ заходів монетарної підтримки під час пандемії COVID-19 у 2020 р.

Місяць	Програми викупу активів	Програми надання рефінансування	Спеціальний інструментарій
Березень	Діючу програму викупу активів (APP) розширено на 120 млрд євро. Запроваджено термінову програму викупу активів у зв'язку з пандемією (PEPP) – 750 млрд євро	Діючі програми "Long Term Refinancing Operation" (LTRO) подовжено до червня 2020 р. За діючими LTRO III знижено ставку рефінансування на 0,25 б. п. менше від середньої депозитної ставки	
Квітень		Упроваджено Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operation (PELTRO). Ставки за PELTRO знижено на 0,25 б. п.	Пом'якшення вимог до дотримання нормативів і норм резервування (скорочення норм, розширення переліку застав). Упровадження нових своп-ліній під фінансування центробанків Болгарії та Хорватії
Червень	PEPP розширено на 600 млрд євро, до 1 350 млрд євро. Термін PEPP подовжено на 6 місяців із кінцевим терміном реінвестування до грудня 2022 р.		Запровадження нової Європейської системи репо для центробанків, що не входять до зони євро. Упровадження репо-лінії з центробанком Румунії. Скорочення частоти операцій за 7-денними валютними свопами в доларах США до трьох на тиждень
Серпень			Запровадження репо-лінії з центробанком Угорщини та іншими центробанками Південної й Східної Європи, що не входять до ЄС
Грудень	PEPP розширено на 500 млрд євро, до 1 850 млрд євро. Термін PEPP подовжено до березня 2022 р. із кінцевим терміном реінвестування до грудня 2023 р.	Упроваджено чотири додаткові PELTRO на 2021 р. Перекалібровано умови PELTRO III в частині розширення найбільш популярних програм	Подовжено до березня 2022 р. репо-лінії з центробанками, що не входять до зони євро

Джерело: (Rakic, 2020).

звичайних операцій рефінансування, які є короткостроковими, ці інструменти передбачали кредитування на кілька років.

Одна з основних відмінностей між попередньою та новою політикою цільового кредитування полягала в тому, що велику частку нових програм було спрямовано безпосередньо в реальний, а не фінансовий сектор. Так, центральні банки розвинутих країн запровадили заходи довгострокового кредитування, щоб підтримати потік кредитів домогосподарствам і нефінансовим корпораціям. ЄЦБ, Банк Швейцарії, Банк Англії створили програми цільового кредитування, що передбачали надання коштів банкам на вигідних умовах у разі виділення за їх рахунок кредитів малим і середнім підприємствам.

У Східній Європі операції з кредитування приватного сектору мали різні форми. Наприклад, Національний банк Чехії дозволив страховим компаніям і пенсійним фондам брати участь у своїх операціях репо. Самі угоди репо було розширено, вони мали довший термін погашення та давали змогу використовувати іпотечні облігації як заставу. Національний банк Угорщини також розширив прийнятну заставу, включивши в неї корпоративні кредити, й запровадив довгострокову кредитну лінію під заставу на необмежену загальну суму за фіксованими процентними ставками.

Погіршення кон'юнктури на світових ринках поширилося на валютні ринки малих відкритих економік Європи. На спотових валютних ринках спостерігалось розширення спрейдів між курсом пропозиції та продажу і зменшення глибини ринку, хоча зміни були не настільки серйозними й не такими тривалими, як під час глобальної фінансової кризи. Інтервенція ЄЦБ через чотири дні після відновлення своп-ліній і в день оголошення нових ліній ФРС була викликана різким знеціненням євро відносно долара США, майже на 2 % за один день. Хоча своп-лінії були дієвими для стримування відхилень паритету процентної ставки (CIP) (Bahaj, & Reis, 2020), вони були досить ефективними і для стабілізації спотового курсу долара.

Разом із низькими обліковими ставками центробанки європейських країн також запровадили зміни в резервній політиці, щоб швидко вивільнити ліквідність для фінансових установ. Заходи у сфері політики резервування включали зміни підходів до класифікації, структурної відповідності та норм резервування. У групі банків – членів ЄЦБ зміна вимог резервування використовувалась обмежено, оскільки монетарна політика загалом уже була м'якою. Центробанк Румунії знизив норму мінімальних резервних вимог за зобов'язаннями кредитних установ в іноземній валюті із 6 до 5 %, а норма резервних вимог за зобов'язаннями в леях залишалася без змін, на рівні 8 %. Центробанк Польщі знизив норму обов'язкового резервування з 3,5 до 0,5 % та зменшив розмір процентної ставки за обов'язковими резервами до 0,5 %.

16.3. Контент-аналіз рішень органів монетарної політики в період пандемії в країнах Західної та Східної Європи

Враховуючи важливість досвіду центральних банків країн, які не входять до складу євросистеми та ЄЦБ, у цьому розділі увагу приділено Східній Європі (Молдова, Північна Македонія, Чорногорія й Сербія) та високорозвинутим країнам, які не є чле-

нами Євросоюзу (Велика Британія, Норвегія, Швейцарія та Данія). Джерелами інформації для аналізу є офіційні вебсайти центробанків Європи, що стосуються монетарної політики, а також аналітичні доповіді й статті, присвячені монетарній політиці.

Комітет з монетарної політики (КМП) **Банку Англії** складається з дев'яти членів: голови банку, трьох його заступників із монетарної політики, фінансової стабільності, ринків і банківської справи, головного економіста банку та чотирьох зовнішніх членів, що призначаються безпосередньо канцлером (міністром фінансів).

3 березня 2020 р. Банк Англії звернувся із заявою до громадськості¹, запевняючи її в "готовності установи допомогти підприємствам і домогосподарствам впоратися з економічним шоком, який може виявитися великим, але зрештою буде тимчасовим". 10 березня 2020 р. КМП одностайно проголосував за впровадження Банком Англії нової схеми строкового фінансування з додатковими стимулами для малих та середніх підприємств (TFSME). Щоб пом'якшити тиск зростання ставок і максимізувати ефективність монетарної політики, TFSME включав чотирирічне фінансування щонайменше 5 % обсягів кредитування реальної економіки за процентними ставками на рівні або дуже близько до облікової ставки. Додаткове фінансування було доступне для банків, що збільшують обсяги кредитування, особливо малого й середнього бізнесу.

13 березня 2020 р. КМП вирішив: знизити облікову ставку на 50 б. п., до 0,25 %; запровадити схему строкового фінансування з додатковими стимулами для малих і середніх підприємств; підтримувати викуп корпоративних облігацій нефінансового інвестиційного рівня рейтингу на суму до 10 млрд ф. ст., а також державних облігацій Великої Британії на суму до 435 млрд ф. ст.²

На позаплановому засіданні 19 березня 2020 р.³ КМП визнав, що додатковий пакет заходів є виправданим для досягнення його статутних цілей, і тому підтримав збільшення авуарів Банку Англії в державних облігаціях Великої Британії та корпоративних облігаціях інвестиційного класу на 200 млрд ф. ст., до 645 млрд ф. ст., а також знизив ставку на 15 б. п. до 0,1 %. Упродовж 2020 р. Банк Англії утримував мінімальну облікову ставку. Варто зазначити, що регулятор публікує результати голосування членів КМП поіменно⁴.

Комітет з монетарної політики та фінансової стабільності **Норвезького банку** (Norges Bank) призначається королем. Комітет складається з голови банку, двох його заступників та двох зовнішніх членів і виконує роль виконавчого й дорадчого

¹ Governor statement to Treasury Select Committee, on behalf of the FPC, MPC and PRC / Bank of England statement. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/governor-statement-to-tsc-on-behalf-of-the-fp-mp-and-pr-committees>.

² Minutes of the special Monetary Policy Committee meeting ending on 10 March 2020 / Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/13march-2020>.

³ Bank Rate reduced to 0.1% and asset purchases increased by £200bn / Bank of England. 2020. March. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/monetary-policy-summary-for-the-special-monetary-policy-committee-meeting-on-19-march-2020>.

⁴ Monetary Policy Committee voting history / Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/about/people/monetary-policy-committee>.

органу монетарної політики, відповідає за використання інструментів для досягнення її цілей. Комітет переглядає облікову ставку вісім разів на рік. Чотири рази на рік центробанк публікує Звіт про монетарну політику одночасно з оголошенням рішення про ставку, який містить прогноз майбутніх змін ставок, що також назирають траєкторією ставки¹. Норвезький банк визнає, що облікова ставка й очікування учасників ринку щодо неї переважно впливають на міжбанківські ставки та процентні ставки банків за депозитами й позиками клієнтів. Ринкові ставки, у свою чергу, визначають обмінний курс крони, ціни на житло, фондові інструменти, попит на кредити, споживання та інвестиції.

У квітні 2020 р. у світлі девальзації крони центробанк визнав², що інфляція може бути вищою за цільовий показник на певний період (існувала невизначеність щодо тривалості та наслідків спалаху коронавірусу). За оцінкою Комітету, перспективи розвитку національної економіки й небезпека вираженого спаду вказували на доцільність зниження облікової ставки. Нижча державна ставка не може запобігти істотному впливу спалаху коронавірусу на економіку, але здатна пом'якшити спад і нейтралізувати наслідки пандемії для виробництва та зайнятості. Тому Комітет прийняв одностороннє рішення знизити ставку на 0,5 в. п., до 1 %. На засіданнях 24 та 30 квітня 2020 р. обговорювалися стан і перспективи монетарної політики та було вирішено знову знизити облікову ставку, до 0,25 %³, а 6 травня – до 0 %. Комітет також обговорив ризик помітного зростання інфляції за низької економічної активності, що може статися в разі подальшого знецінення крони, зростання витрат через спалах коронавірусу або дефіциту деяких товарів і послуг.

Національний банк Швейцарії (НБШ) вважає ціни стабільними, коли індекс споживчих цін зростає менш ніж на 2 % на рік. НБШ узагальнює оцінку ситуації та необхідності вжиття заходів монетарної політики у кварталному прогнозі інфляції. Цей прогноз показує очікуваний рух цін протягом наступних трьох років. Встановлюючи облікову ставку, НБШ прагне підтримувати короткострокові ставки грошового ринку наближеними до цієї ставки. Регулятор публікує інформацію про рішення щодо монетарної політики у кварталних бюлетенях. Звіт подається Раді керуючих центробанку для щоквартальної оцінки. В обґрунтуванні рішення враховано темпи економічного зростання, інфляцію (фактичну й очікувану) та рівень безробіття. Хронологію рішень НБШ у 2020–2021 рр. наведено в табл. 16.3. Показово, що облікова ставка в цей бурхливий період залишалася без змін, а акцент було зроблено на схемі рефінансування банків для стимулювання кредитної активності. Отже, НБШ був готовий до активніших валютних інтервенцій.

Центральний банк не розкриває інформацію про обговорення питань під час засідань органу прийняття рішень та результати голосування.

¹ The policy rate / Norges Bank. URL: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Monetary-policy/Policy-rate/>.

² Monetary policy meetings / Norges Bank. URL: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Monetary-policy/Monetary-policy-meetings/?tab=newslist&year=2020>.

³ Ibid.

Таблиця 16.3

Хронологія прийняття рішень щодо облікової ставки Національним банком Швейцарії
в період пандемії коронавірусу у 2020–2021 рр.

Дата	Рішення	Інші заходи
19 березня 2020 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку та процентну ставку за депозитами до запитання в НБШ. Експансіоністська монетарна політика є необхідною як ніколи	НБШ посилив інтервенції на валютному ринку. Банк також тісно співпрацює з Федеральною радою з метою надання найкращої підтримки економіки
18 червня 2020 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	У рамках механізму рефінансування SNB COVID-19 (CRF) надати банкам додаткову ліквідність: близько 10 млрд шв. фр. за ставкою НБШ -0,75 % для розширення кредитування
24 вересня 2020 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	НБШ продовжує використовувати механізм рефінансування CRF. За потреби активно працює також на ринку repo
17 грудня 2020 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	НБШ надає обсяги ліквідності банківській системі через механізм рефінансування SNB COVID-19
25 березня 2021 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	НБШ продовжує забезпечувати банківську систему ліквідністю на пільгових умовах
17 червня 2021 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	Швейцарський франк залишається високо цінуваним
23 вересня 2021 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	Новий прогноз інфляції становив 0,5 % для 2021 р., 0,7 % для 2022 р. та 0,6 % для 2023 р.
16 грудня 2021 р.	Зберегти -0,75 % облікову ставку. Експансіоністська монетарна політика залишається необхідною	Відновлення економіки у світі послабилося. Економіка Швейцарії продовжила відновлення. ІСЦ стабільно зростає, у листопаді становив 1,5 %

Джерело: Quarterly Bulletin / Swiss National Bank. URL: https://www.snb.ch/en/iabout/pub/oespub/quartbul/id/pub_oespub_quartbul?dsrp_1kjpgkwsb.page=1.

Завдання **Національного банку Данії** (Danmarks Nationalbank), враховуючи політику фіксованого обмінного курсу, полягає в забезпеченні фіксованого курсу крони відносно євро. Рада керуючих Національного банку Данії (НБД) складається з трьох членів. Голова банку є головою Ради керуючих та головою за королівським призначенням, тобто фактично призначеним урядом Данії. Двома іншими членами Ради керуючих є особи, які обираються Радою директорів після висунення Комітетом директорів. Рада керуючих несе повну відповідальність за формулювання та коригування монетарної політики. Комітет директорів (аналог наглядової ради) складається із семи членів. Два члени Ради директорів, призначені міністром промисловості, бізнесу та фінансів, є постійними членами. Інші п'ять членів обираються Радою директорів з її складу, двоє з яких повинні бути членами парламенту. Рішення з монетарної політики приймає Комітет директорів.

Центробанк тривалий час утримував облікову ставку на рівні нижче нуля та лише у 2022 р. вийшов на нульовий рівень, водночас інфляція була наближена до 1 %. 11 березня 2021 р. НБД здійснив “технічне коригування” інструментів монетарної політики¹, щоб зменшити коливання ставок грошового ринку внаслідок змін у структурі банківських депозитів і позик у центробанку:

- ставку поточного рахунку в центробанку знижено до -0,5 % з 0 % річних;
- ставку за депозитними сертифікатами залишено від'ємною, але підвищено до -0,5 % з -0,6 % річних;
- кредитну ставку знижено з 0,05 % річних до від'ємної -0,35 %;
- надзвичайні позики на один тиждень більше не пропонуються;
- тримісячні надзвичайні позики залишаються, але за кредитною ставкою замість ставки за однотижневими надзвичайними позиками;
- щоденні ринкові операції з депозитними сертифікатами завершено 30 квітня 2021 р.

НБД не розкриває інформацію про обговорення питань під час засідань органу прийняття рішень та результати голосування.

Оперативний комітет з монетарної політики (ОКМП) – це орган, створений Радою **Народного банку Північної Македонії** у 2005 р. Очолює ОКМП голова банку, а його членами є три віцекерівники, два невиконавчих члени Ради, головний економіст банку та керівники департаментів, чиї діяльність і компетенція безпосередньо пов'язані з реалізацією монетарної політики. ОКМП обговорює досягнуті й очікувані зміни в монетарному, реальному, фіскальному та зовнішньому секторах, події на внутрішньому й міжнародному фінансових ринках, а також пропозиції щодо реалізації монетарної політики.

Хронологія прийняття рішень з монетарної політики (табл. 16.4) вказує на те, що центробанк постійно утримував облікову ставку нижче від інфляції, а основним додатковим інструментом монетарної політики були операції з випуску векселів.

¹ Technical adjustments of the monetary policy instruments / Danmarks Nationalbank. 2021. March 11. URL: <https://www.nationalbanken.dk/en/news-and-knowledge/press/archive/2021/technical-adjustments-of-the-monetary-policy-instruments-11-03-2021>.

**Хронологія прийняття рішень із монетарної політики
Народним банком Північної Македонії в період пандемії коронавірусу, 2020–2021 рр.**

Дата	Рішення	Коментар
14 січня 2020 р.	Знизити облікову ставку з 2,25 до 2 %	Можливість подальшого послаблення монетарної політики. Сприятливі рухи на валютному ринку, зростання валютних резервів. Інфляція за 2019 р. – 0,8 %. Прогноз інфляції на 2020 р. – 1,5 %. Інтервенції на валютному ринку для викупу надлишку євро в банків
11 лютого 2020 р.	Залишити ставку 2 %	Порівняння останніх внутрішніх макроекономічних показників із прогнозованою динамікою не показує значних відхилень
10 березня 2020 р.	Залишити ставку 2 %	Сприятливий розвиток економіки на тлі загострення ризиків і невизначеності для світової економіки через COVID-19
16 березня 2020 р.	Знизити ставку до 1,75 %	Великі валютні резерви, низька інфляція на тлі глобальних ризиків, включаючи поширення COVID-19. Додаткові заходи підтримки економіки – стимулювання банків до підтримки постраждалих секторів шляхом внесення цілеспрямованих змін до монетарних інструментів і нормативних вимог
13 квітня 2020 р.	Залишити ставку 1,75 %	Очікується, що спалах COVID-19 як неочікуваний екзогенний шок вплине на певні сегменти економіки. Невизначеність щодо майбутніх макроекономічних наслідків пандемії COVID-19 є високою
12 травня 2020 р.	Знизити ставку до 1,5 %	Загальна вивільнена сума ліквідності банків (15 млрд динарів) забезпечить стимулювання кредитної активності. Скоротити пропозицію на аукціоні на 7 млрд динарів. Послаблення монетарної політики зменшить вартість банківських кредитів, забезпечить додаткову ліквідність у банках та пом'якшення наслідків шоку для вітчизняної економіки
16 червня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Карантинні обмеження негативно вплинули на економіку, валютні резерви поряд із відсутністю інфляційного тиску, тому монетарну політику пом'якшено. Скорочення пропонованих векселів ЦБ збільшили ліквідність банків та підтримали кредитні потоки в економіці
14 липня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Поширення коронавірусу вдарило по вітчизняному бізнесу з вираженим впливом на очікування компаній і споживачів. Ліквідність банківської системи залишалася порівняно стабільною, що підтверджується відсутністю потреби банків у запозиченнях на грошових ринках
11 серпня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Триваючий негативний вплив кризи; двозначне падіння промислового виробництва, торгівлі, готельного бізнесу, будівництва
15 вересня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Падіння ВВП у II кв. на 12,7 %. Ліквідність банківської системи залишалася на стабільному рівні
13 жовтня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Уповільнення падіння ВВП у першому півріччі на 6,4 %. Річна інфляція перебувала на порівняно низькому та стабільному рівні й за перших 9 місяців року становила 0,9 %
10 листопада 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Уповільнення падіння ВВП в умовах послаблення обмежувальних заходів та адаптації поведінки суб'єктів до нових обставин. Інфляція залишається помірно й стабільною та становить у середньому 1 %
16 грудня 2020 р.	Залишити ставку 1,5 %	Падіння ВВП за перших три квартали року на 5,9 %

Закінчення табл. 16.4

Дата	Рішення	Коментар
12 січня 2021 р.	Залишити ставку 1,5 %	Більш сприятливі рухи у вітчизняній економіці в умовах обмежувальних заходів для боротьби з COVID-19, поступове пристосування поведінки суб'єктів до ситуації
9 лютого 2021 р.	Залишити ставку 1,5 %	Річний спад економіки за перших три квартали року на 5,9 %. Середньорічна інфляція за весь 2020 р. становила 1,2 %
9 березня 2021 р.	Знизити ставку на 0,25 в. п., до 1,25 %	Стабільність на валютному ринку та помірна інфляція. Більш виражений адаптивний характер заходів ЄЦБ, спрямований на підтримку сприятливих фінансових умов
13 квітня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	Збереження пом'якшеної монетарної політики. В IV кв. 2020 р. падіння ВВП скоротилося до 0,7 %, а за весь 2020 р. становило 4,5 %. Зміни макроекономічних параметрів залишаються сприятливими
11 травня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	За I кв. 2021 р. виникла третя хвиля пандемії, що стримувало економічних агентів. Інфляція в квітні – 2,7 %
13 липня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	Падіння ВВП у I кв. року на 1,9 % у річному вимірі в умовах третьої хвилі COVID-19. Інфляція в першому півріччі – 2,4 %
10 серпня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	Ознаки відновлення економіки, інфляція на рівні 2,5 %
12 жовтня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	У першому півріччі ВВП зріс на 5,2 %, інфляція становила 2,8 %
9 листопада 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	За січень – жовтень інфляція становила 2,9 %
14 грудня 2021 р.	Залишити ставку 1,25 %	За січень – листопад 2021 р. інфляція становила 3,1 %

Складено за: Operational Monetary Policy Committee / National Bank of North Macedonia. URL: <https://www.nbrm.mk/2021-comp-en.nspix>.

Центробанк Північної Македонії продовжував підтримувати облікову ставку нижче від інфляції з метою стимулювання кредитної активності банків. Центробанк не розкриває інформацію про обговорення питань під час засідань ОКМП та результати голосування.

У Національному банку Сербії (НБС) рішення щодо монетарної політики приймаються Виконавчою радою (Правлінням), що складається з голови та його заступників. Ці рішення ґрунтуються на макроекономічному аналізі й прогнозі інфляції, який складається щокварталу та публікується у Звіті про інфляцію. Ключова ставка коригується, щоб сприяти утриманню інфляції в межах прогнозованого діапазону¹. Пресреліз про результати засідання оприлюднюється на сайті НБС того ж дня. Хронологія прийняття рішень із монетарної політики (табл. 16.5) вказує на те, що центробанк постійно утримував облікову ставку нижче від інфляції. Крім

¹ Decision making process in the National Bank of Serbia. URL: <https://nbs.rs/en/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/proces-odlucivanja/>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

зниження облікової ставки, НБС вирішив надати банкам додаткову ліквідність за рахунок викупу державних цінних паперів.

Таблиця 16.5

Хронологія прийняття рішень із монетарної політики Національним банком Сербії в період пандемії коронавірусу у 2020–2021 рр.

Дата	Рішення	Міркування
3 лютого 2020 р.	Збереження ставки на рівні 2,25 %	Очікувана динаміка інфляції, інші макроекономічні показники. У грудні 2019 р. інфляція становила 1,9 %. Річна інфляція рухатиметься навколо нижньої межі цільового діапазону допустимих відхилень
12 березня 2020 р.	Зниження ставки до 1,75 %	Звуження коридору ставок з $\pm 1,25$ в. п. до ± 1 в. п. відносно облікової ставки. Зменшення ставки в умовах низького інфляційного тиску для підтримки кредитування
9 квітня 2020 р.	Зниження ставки до 1,5 %	Мета зниження ставки – пом'якшити вплив коронавірусу на економіку, збереження інфляції в межах цілі в середньостроковій перспективі. Негативний вплив вірусу на глобальне економічне зростання є сильнішим, ніж очікувалося. Сербія зіткнулася з цією кризою в набагато сприятливішому становищі, з темпом зростання понад 4 %, низькою та стабільною інфляцією, усунутих фінансовим дисбалансом, валютними резервами, що уможливило послаблення монетарної політики без загрози макроекономічній стабільності
7 травня 2020 р.	Збереження ставки 1,5 %	Пряма підтримка приватного сектору, який найбільше постраждав від кризи, забезпечена скоординованими діями уряду Сербії та НБС: підтримка ліквідності банків, мораторій на погашення кредитів, пакет фінансової допомоги бізнесу й домогосподарствам. Інфляція уповільнилася до 1,3 % в березні
11 червня 2020 р.	Зниження ставки до 1,25 %	Масштаби світової кризи, спричиненої поширенням коронавірусу, вимагають додаткової монетарної підтримки економіки. Інфляція уповільнилась у квітні до 0,6 %. Продовження пом'якшення монетарної політики
9 липня 2020 р.	Збереження ставки 1,25 %	Висока ліквідність банківського сектору. Збереження сприятливих умов фінансування бізнесу та населення. Фінансовий пакет (11 % ВВП) забезпечив підтримку приватного сектору. Інфляція уповільнилася до 0,7 %
13 серпня 2020 р.	Збереження ставки 1,25 %	Процентні ставки в динарах знизилися. Висока ліквідність банківського сектору сприяє збереженню сприятливих умов кредитування підприємств і домогосподарств. Інфляція повернулася до цільового діапазону, досягши 2 %
10 вересня 2020 р.	Збереження ставки 1,25 %	Економіка почала відновлюватися швидше, ніж очікувалось, але в першому півріччі ВВП скоротився на 0,8 %. Макроекономічна позиція Сербії є набагато кращою порівняно з попередніми кризами
8 жовтня 2020 р.	Збереження ставки 1,25 %	Падіння ВВП близько 1 %. Промисловість і роздрібна торгівля вже досягли докризового рівня, експорт нормалізується. Інфляція на рівні 1,9 %
12 листопада 2020 р.	Збереження ставки 1,25 %	НБС переглядає прогноз темпу зростання ВВП на 2020 р. із -1,5 до -1 %. Інфляція – 1,8 %
10 грудня 2020 р.	Зниження ставки на 25 б. п., до 1 %	Звуження коридору ставок до $\pm 0,9$ в. п. відносно облікової ставки, ставку за депозитами знижено на 15 б. п., до 0,1 %, ставку кредитів – на 35 б. п., до 1,9 %. Погіршення епідеміологічної ситуації, уповільнення зростання економіки в усьому світі, особливо в Європі. Інфляція становить 1,8 %

Закінчення табл. 16.5

Дата	Рішення	Міркування
14 січня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Збереження сприятливих середньострокових перспектив країни та заходи, вжиті урядом і НБС, сприятимуть подальшому відновленню внутрішнього попиту. Збережено виробничі потужності й зайнятість під час пандемії, прискорено реалізацію інфраструктурних проєктів
11 лютого 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Промислове виробництво, роздрібна торгівля й експорт досягли докризового рівня, лідерство за вакцинацією серед країн світу. Зростання зайнятості та збереження однозначного рівня безробіття під час пандемії. Приплив прямих іноземних інвестицій у сумі 3 млрд євро найвищий у регіоні
11 березня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Незважаючи на падіння ВВП (-1,1 % у IV кв.), національна економіка продемонструвала значну стійкість
13 квітня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Інфляція повернулася до цільового діапазону та становить 1,8 %
13 травня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Ухвалено третій пакет стимулів у розмірі 4,3 % ВВП. Економіка досягла докризового рівня раніше від багатьох світових економік: уже в I кв. 2021 р. ВВП зріс на 1,2 % у річному вимірі
10 червня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Значне зростання ВВП із початку року, яке перевершило очікування
8 липня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Інфляція зросла до 3,6 %, як і в більшості інших країн. Ефект низької бази пов'язаний насамперед із цінами на нафтопродукти – різке падіння після спалаху пандемії
12 серпня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	ВВП зріс на 13,4 % у II кварталі в результаті продовження позитивних тенденцій в економіці, а також низької торішньої бази, коли діяли найжорсткіші епідеміологічні заходи
9 вересня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Більше половини економічного зростання має бути результатом збільшення інвестицій в основний капітал, а потім – особистого споживання
7 жовтня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	НБС припиняє аукціони з купівлі цінних паперів репо, підвищує ставку репо на 13 б. п. (з 0,11 %)
9 листопада 2021 р.	Збереження ставки 1 %	Зростання інфляції до 5,7 % у вересні – вище за очікування НБС
9 грудня 2021 р.	Збереження ставки 1 %	НБС вилучає надлишкову динарну ліквідність через аукціони зворотного репо

Складено за: Executive Board meetings and changes in the key policy rate / National Bank of Serbia. URL: <https://nbs.rs/en/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/sednica-izvrsnog-odbora/>.

Монетарна політика НБС однозначно спрямована не лише на таргетування інфляції, а й на економічне зростання¹. Облікова ставка підтримується на рівні, істотно нижчому від інфляції. Зауважимо, що центральний банк не розкриває інформацію про обговорення питань на засіданнях з монетарної політики та результати голосування.

¹ Monetary policy / National Bank of Serbia. URL: <https://nbs.rs/en/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/>.

Національний банк Молдови (НБМ) із метою забезпечення й підтримки цінової стабільності в середньостроковій перспективі має підтримувати інфляцію на рівні 5 % із можливим відхиленням $\pm 1,5$ в. п., що вважає оптимальним для зростання економіки в середньостроковій перспективі. У разі виходу рівня інфляції за межі варіювання центробанк оприлюднює план корекційних заходів для повернення інфляції у встановлений діапазон.

Як розроблення, так і затвердження монетарної політики є відповідальністю Ради директорів НБМ, що ухвалює рішення стосовно базової ставки, норми обов'язкового резервування та валютних інтервенцій. Рішення про монетарну політику мають обґрунтовуватися прогнозом інфляції й зростання національної економіки на основі кількісних моделей, прогнозом руху адміністративних цін і детермінанти інфляції, міжнародною економічною ситуацією, аналізом монетарних умов, включаючи процентні ставки та грошові агрегати, аналізом грошового, валютного, кредитного й депозитного ринків. Інфляційний звіт містить узагальнення протоколів засідань Ради директорів із результатами голосування. НБМ передбачає, що в процесі реалізації довгострокової монетарної політики цінова й фінансова стабільність сприяють одна одній, але в короткостроковій перспективі між ними можуть виникати конфлікти.

Аналіз перегляду облікової ставки центробанком Молдови в період пандемії коронавірусу показав, що одразу після оголошення останньої ставку було знижено з 5,5 до 4,5 %¹. Уже через два тижні в березні 2020 р. НБМ знову зменшив ставку – на 1,25 в. п., до 3,25 %, при цьому було знижено норму обов'язкових резервів для залучень у місцевій валюті – на 2,5 в. п., а для коштів у вільно конвертованій валюті, навпаки, збільшено – на 1 в. п. У квітні 2020 р. центробанк знизив норму резервування в леях, що збільшило ліквідність у банківському секторі приблизно на 3 млрд леїв. До серпня 2020 р. ставки НБМ не змінювалися. 6 серпня 2020 р. базову ставку зменшено на 0,25 в. п., до 3 %, визначено ставки для кредитів овернайт (5,5 %) та для депозитів овернайт (0,5 %) центробанку. Зменшення на 1 в. п. коридору процентних ставок має на меті калібрування інструментів монетарної політики з метою підвищення ефективності трансмісійного механізму рішень. Також знижено норму обов'язкових резервів для коштів, залучених у леях, але для коштів у вільно конвертованій валюті її збільшено на 3 в. п., до 27 %. У вересні базову ставку зменшено на 0,25 в. п., до 2,75 %, заради підтримки кредитування, збільшено норму резервування для коштів, залучених у вільно конвертованій валюті, до 30 %. У листопаді 2020 р. базову ставку знижено на 0,1 в. п., до 2,65 %. У березні 2021 р. НБМ лише знизив норму обов'язкових резервів для коштів у леях на 2 в. п., до 30 %, у квітні – до 28 %, потім – на 2 в. п., до 26 %. У липні НБМ підвищив базову ставку на 1 в. п., до 3,65 %, залишивши без змін рівень обов'язкових резервів; у вересні – знову підвищив базову ставку на 1 в. п., до 4,65 %; у жовтні збільшив її до 5,5 %, але звужив коридор ставок на 0,5 в. п., з 2,5 до 2 %, для стимулювання заощаджень домогос-

¹ Monetary policy decisions / National Bank of Moldova. URL: https://www.bnm.md/en/search?partitions%5B0%5D=677&post_types%5B677%5D%5B0%5D=834.

подарств. Нове підвищення базової ставки в грудні 2021 р. на 1 в. п., до 6,5 %, мало слугувати стримуванню інфляції.

Таким чином, центробанк Молдови дуже часто переглядав рівень облікової ставки, коридор ставок і вимоги до резервів. Уже з III кв. 2021 р. вплив пандемії помітно послабився. Рівень інфляції та облікова ставка були дуже близькими один до одного, проте базова ставка завжди була нижчою від інфляції. За часів пандемії інфляція була високою, але не вищою, ніж за попередній період.

16.4. Контент-аналіз рішень органів монетарної влади країн центральної та Південної Азії

Аналіз вибірки країн дає змогу виявити загальні (спільні) та особливі тенденції в діяльності органів монетарної політики в активній фазі пандемії (2020–2021 рр.) і постпандемічній фазі (2022 р.). Специфіка полягає у визначенні статусу колегіального органу: в деяких країнах це правління, в інших – комітет правління центрального банку з монетарної політики. Порівняльний аналіз прийняття рішень органами монетарної політики в країнах Центральної Азії дає підстави для певних узагальнень.

Велике значення щодо об'єктивності й обґрунтованості рішень має склад органу монетарної політики, а саме участь у ньому незалежних фахівців. Наявність колегіального органу, що включає як співробітників центрального банку, так і зовнішніх учасників, є гарантією ухвалення виважених, неупереджених рішень на основі плюралізму думок та уникнення зайвого впливу “корпоративної зацікавленості” керівників центробанку. Однак цю проблему поки що не розв'язано (табл. 16.6).

Комітет з грошово-кредитної політики Національного банку Казахстану (НБК) є третім керівним органом поряд із Правлінням та Радою директорів, який приймає рішення з питань грошово-кредитної політики. Комітет очолює голова НБК, до складу входять також його заступники – з питань грошово-кредитної політики та фінансової стабільності, з питань монетарних операцій та з фінансової стабільності в частині розвитку фінансового ринку й фінансових організацій і взаємодії з Агентством з регулювання та розвитку фінансового ринку, а також директори департаментів грошово-кредитної політики, монетарних операцій, фінансової стабільності й досліджень, платіжного балансу, центру досліджень та аналітики НБК. Законодавство Республіки Казахстан передбачає норму, що дозволяє включати у склад Комітету з грошово-кредитної політики зовнішніх членів, які не є службовцями центрального банку. Такі члени повинні мати достатню компетенцію та досвід у галузі макроекономічної політики.

Комітет Національного банку Таджикистану з грошово-кредитної політики як самостійний та постійно діючий *консультативний орган* створено відповідно до Закону “Про Національний банк Таджикистану”. Діяльність Комітету спрямована на прийняття рішень, пов'язаних із розробленням та реалізацією грошово-кредитної політики з метою “збереження стійкості рівня цін на довгостроковий період”, а також визначення її параметрів і пріоритетів для регулювання процентної ставки та збереження балансу грошового ринку. До складу Комітету з грошово-кредитної політики входять: голова Комітету – голова банку, перший заступник голови бан-

**Органи прийняття рішень щодо монетарної політики
в країнах Центральної та Південної Азії**

Країна	Орган прийняття рішень	Участь незалежних експертів
Центральна Азія		
Казахстан	Комітет з грошово-кредитної політики	Передбачено в перспективі, проте на сьогодні всі члени Комітету – вищі керівники центробанку
Киргизстан	Правління центрального банку	Не передбачено
Монголія	Комітет монетарної політики	Три незалежних члени (на сьогодні це радник спікера парламенту та два професори економіки національних університетів)
Таджикистан	Комітет Національного банку Таджикистану з грошово-кредитної політики як консультативний орган	Не передбачено
Узбекистан	Правління центрального банку	
Південна Азія		
Бангладеш	Комітет з монетарної політики	Не передбачено
Індія		Три зовнішніх члени Комітету
Пакистан		
Шрі-Ланка		Не передбачено

Складено авторами за результатами моніторингу центральних банків.

ку; членами Комітету є заступник голови банку, який є куратором Департаменту банківського нагляду, а також директори департаментів монетарної політики, дослідження та розвитку, управління міжнародними резервами й політики валютного курсу; директор науково-дослідного інституту, начальники управлінь фінансової стабільності, операцій на ринку, статистики та платіжного балансу, начальник відділу аналізу ризиків.

Комітет монетарної політики Центрального банку Монголії складається з трьох керівників банку (голови банку та двох його заступників) і незалежних директорів. На сьогодні такими директорами є радник спікера парламенту та два професори економіки національних університетів.

У країнах Південної Азії теж спостерігаємо розмаїття в підходах до визначення органу монетарної політики.

Комітет з монетарної політики (КМП) Резервного банку Індії відповідає за встановлення базової процентної ставки. До Закону про Резервний банк Індії у 2016 р. було внесено зміни, щоб створити МРС, який має забезпечити *більшу прозорість і підзвітність у визначенні монетарної політики*. До 2016 р. ключові рішення щодо “еталонних” процентних ставок приймалися одноосібно головою центрального банку. Те, що голова центробанку Індії призначається та

може бути звільнений із посади урядом у будь-який час, призводить до невідповідності та спричиняє непорозуміння між урядом і центробанком, особливо під час стагнації економіки й високої інфляції. До запровадження КМП існував Технічний консультативний комітет з монетарної політики, до складу якого входили експерти з монетарної економіки, центрального банку, фінансових ринків і державних фінансів та який лише надавав поради Резервному банку Індії щодо монетарної політики. До складу КМП входять шість членів: три посадові особи Резервного банку Індії та три зовнішні члени, призначені урядом Індії. Головою комітету за посадою є голова Резервного банку Індії. На сьогодні незалежні (зовнішні) члени КМП – це експерт, член економічної консультативної ради прем'єр-міністра, професор Інституту дослідження розвитку; старший радник Національної ради прикладних економічних досліджень; професор фінансів і бухгалтерського обліку в Індійському інституті менеджменту. Членам КМП потрібно дотримуватися “періоду тиші” за сім днів до та після рішення про ставку для “найбільшої конфіденційності”.

Комітет з монетарної політики Центрального банку Шрі-Ланки очолює голова центробанку, а до його складу входять усі заступники голови, помічник голови, відповідальний за департаменти економічних досліджень, внутрішніх операцій, міжнародних операцій і статистики, директори банку з економічних досліджень, внутрішніх операцій, міжнародних операцій, статистики, економічних досліджень, грошового обігу та банківської справи.

Комітет з монетарної політики Державного банку Пакистану (ДБП) несе відповідальність і має *повні повноваження приймати рішення* щодо позиції монетарної політики. Закон про ДБП визначає повноваження й функції Комітету в частині формулювання монетарної політики, включаючи, у разі потреби, рішення щодо проміжних монетарних цілей, ключових процентних ставок, та може встановлювати правила їх реалізації. Членами Комітету є: голова ДБП (за посадою); заступники голови – з фінансової доступності та інновацій, з банківських операцій та управління ризиками; виконавчий директор; три менеджери ДБП у статусі невиконавчих директорів-членів Правління; три зовнішні члени; секретар Комітету.

Велике значення має пріоритетність цілей монетарної політики та цільовий рівень інфляції. Усі країни дотримуються глобальної тенденції таргетування інфляції (табл. 16.7). Незважаючи на наявність нижчого порогу інфляції, головну увагу центральні банки приділяють обмеженню надмірно високої інфляції. На практиці в період пандемії приборкати інфляцію вдалося лише у 2020 р. Киргизстану та Монголії, але вони допустили істотне її перевищення у 2021 р. Уже після апогею пандемії гіперінфляції зазнали Казахстан, Монголія, Пакистан і Шрі-Ланка.

У Національному банку Казахстану монетарна політика має впливати на інфляцію через “управління інфляційними очікуваннями”¹. Чим менша різниця між фактичною інфляцією та інфляційними очікуваннями, тим вищою буде ефективність

¹ Стратегия денежно-кредитной политики до 2030 года / Национальный банк Казахстана. - <https://www.nationalbank.kz/ru/news/monetary-policy-strategy>.

Таблиця 16.7

Цільові значення інфляції в країнах Центральної та Південної Азії у 2020–2022 рр., %

Країна	Цільовий рівень або діапазон	Фактичні значення		
		2020	2021	2022
Центральна Азія				
Казахстан	4–6	6,8	8,0	15,0
Киргизстан	5–7	6,3	11,9	14,0
Монголія	6 ± 2	3,6	7,4	15,2
Таджикистан	6 ± 2	8,6	9,0	6,6
Узбекистан	5 (середньострокова)	12,9	10,8	11,2
Південна Азія				
Бангладеш	5,3 у 2020 р.; 5,4 у 2021 р.	5,7	5,5	7,7
Індія	4 ± 2	6,6	5,1	6,7
Пакистан	6	9,7	9,5	19,9
Шрі-Ланка	4–6	6,2	7,0	49,7

Складено за даними центральних банків та вебпорталу statista.com (<https://www.statista.com/statistics/436183/inflation-rate-in-kazakhstan/>).

грошово-кредитної політики й нижчими громадські витрати інфляції. Важливість “заякорення” (утримання) інфляційних очікувань у межах цільового рівня інфляції полягає в тому, що воно є одним із чинників майбутньої динаміки цін: населення та фірми можуть очікувати зростання, стабільності чи зниження цін або стрибків чи обвалу цін і відповідно до цього орієнтуватись у закупівлях продуктів, у заощадженнях та інвестиціях, тим самими провокуючи інфляцію або стримуючи її зростання.

Поточний мандат комітету з монетарної політики Резервного банку Індії полягає в підтримці 4-відсоткової річної інфляції до 31 березня 2026 р. із верхньою допустимою її межею 6 % і нижньою 2 %. *Комітет несе відповідальність перед урядом Індії, якщо інфляція перевищує встановлений діапазон протягом трьох кварталів поспіль* (Vipra, 2022).

Велике значення має комунікаційна політика центрального банку, яка підтримує реалізацію монетарної політики: випуск пресрелізів, проведення пресконференцій, презентації на веб-порталі, інтерв'ю керівників банку та статті аналітиків банку. Міра розкриття інформації про рішення органу монетарної політики істотно відрізняється за країнами. По-перше, загальним правилом є публікація витягу з протоколу засідання вповноваженого органу з обґрунтуванням рішення. По-друге, у більшості випадків графік засідань такого органу заздалегідь встановлюється на календарний (або фінансовий) рік, однак в умовах пандемії траплялися позачергові засідання. По-третє, деякі органи публікують детальні протоколи з переказом виступів учасників, а в окремих країнах навіть наводяться результати голосування.

Наприклад, у лютому 2022 р. у рамках щомісячного опитування Національним банком Казахстану населення щодо інфляційних очікувань¹ було виявлено, що лише чверті респондентів відомо, що основною метою центрального банку є стабільність цін, а третині опитаних було складно відповісти на запитання про його головну мету. Більшість вважає основною метою центробанку економічне зростання (26 %) і стабільність цін (24 %). Лише 3 % респондентів обізнані щодо цільових параметрів інфляції в Казахстані на 2022 р. Більшість опитаних не знають, що базову процентну ставку в їхній країні встановлює НБК. Вибір органу, відповідального за встановлення базової ставки, розділився між міністерством фінансів (30 %) і центральним банком (24 %). 19 % респондентів очікують, що середньостроковою мети щодо інфляції буде досягнуто; 35 % вважають, що у 2025 р. рівень інфляції в Казахстані помітно перевищить 3-4 %, тобто вийде за межі цільового коридору.

Особливу увагу варто звернути на посилення в рішеннях деяких органів монетарної політики на очікування учасників ринку (наприклад, передбачення рішення щодо збереження, підвищення чи зниження облікової ставки) та вимогу від членів цих органів дотримуватися періоду мовчання принаймні один тиждень, а саме утримання від коментарів із висловлюванням позиції до проведення засідання. Комунікація рішень щодо монетарної політики вкрай важлива не лише для зміцнення довіри учасників ринку до центрального банку, а й для формування позитивних очікувань. З цієї причини в більшості країн публікуються, крім витягів із протоколів засідань органу монетарної політики, детальні заяви з розкриттям інформації про умови реалізації політики, основні чинники прийнятих рішень та популяризації знань.

В Індії детальна інформація про обговорення, голосування й рішення, прийняті Комітетом монетарної політики, оприлюднюється центральним банком. Увага приділяється, зокрема, таким аспектам:

- фактичний і прогнозний рівні інфляції, коливання світових цін на сировинні товари та нестабільність на міжнародних фінансових ринках;
- прогноз темпів зростання ВВП на фінансовий рік;
- розмір міжнародних валютних резервів;
- рівень ставки операцій репо й депозитної ставки;
- поіменний розподіл голосів членів Комітету щодо рішення про зміну або збереження облікової ставки.

Доповідь про монетарну політику є регулярним виданням більшості центральних банків. Цей аналітичний матеріал містить аналіз основних макроекономічних факторів, що впливають на інфляцію, а також прогноз макроекономічних параметрів у коротко- та середньостроковій перспективі.

Наприкінці I кв. 2020 р. центробанки намагалися забезпечити макроекономічну стабільність, послаблюючи негативні наслідки шоку від спалаху пандемії. Основним інструментом була облікова ставка, а допоміжним – цільове довгострокове рефінансування комерційних банків.

¹ Инфляционные ожидания в феврале 2022 года / Национальный банк Казахстана. 2022. URL: <https://nationalbank.kz/ru/news/novosti/13231>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Дані, наведені в табл. 16.8, відображають різні політики облікових ставок: у Центральній Азії облікові ставки вищі від інфляції за винятком Киргизстану; у Південній Азії – нижчі, але наближені до інфляції. Шрі-Ланка являє собою аномалію через глибоку кризу 2022 р., яка лише частково була зумовлена наслідками пандемії, а здебільшого невдачними діями уряду та зростанням цін на енергоносії й добрива.

Таблиця 16.8

Динаміка облікової ставки та її співвідношення з інфляцією у 2020–2022 рр.

Країна	Облікова ставка, %			Облікова ставка / Інфляція		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<i>Центральна Азія</i>						
Казахстан	9,0	9,8	16,8	1,3	1,2	1,1
Киргизстан	5,0	8,0	13,0	0,8	0,7	0,9
Монголія	11,0	6,0	6,0	3,1	0,8	0,4
Таджикистан	10,8	13,3	13,0	1,3	1,5	2,0
Узбекистан	14,0	14,0	15,0	1,1	1,3	1,3
<i>Південна Азія</i>						
Бангладеш	5,2	4,8	5,0	0,9	0,9	0,6
Індія	4,0	4,0	6,5	0,6	0,8	1,0
Пакистан	7,0	9,8	16,0	0,7	1,0	0,8
Шрі-Ланка	5,5	6,0	15,5	0,9	0,9	0,3

Розраховано та складено за: Indicators / Focus economics. URL: <https://www.focus-economics.com/indicators/Gg>.

Розглянемо детальніше деякі країни Центральної та Південної Азії.

У Казахстані 10 березня 2020 р. НБК підвищив базову ставку до 12 % із розширенням коридору до $\pm 1,5$ в. п. Це рішення сприяло зниженню тиску на курс, запобігаючи зростанню інфляційних очікувань і ефекту перенесення обмінного курсу на ціни. Починаючи з II кв. 2020 р., враховуючи ризик значного зниження економічної активності в країні на тлі погіршення зовнішніх та внутрішніх умов, НБК *розпочав процес поступового пом'якшення монетарних умов*. 6 квітня 2020 р. базову ставку зменшено до 9,5 % з розширенням відсоткового коридору до ± 2 в. п. Далі базова ставка зберігалася на колишньому рівні через відносну стабілізацію ситуації на зовнішніх ринках і збереження негативної динаміки економічної активності в країні внаслідок карантинних заходів, але 20 липня НБК знову знизив базову ставку, до 9 %, зі звуженням відсоткового коридору до $\pm 1,5$ в. п. Це рішення було обумовлене уповільненням інфляції в країнах – основних торговельних партнерах, зниженням інвестиційної та споживчої активності, істотнішим, ніж очікувалося, скороченням економічної активності. Реальна процентна ставка, що розраховується як різниця

між ставкою міжбанківського ринку TONIA й прогнозованим рівнем інфляції на рік уперед, формується нижче за її довгостроковий рівень. З урахуванням зменшення базової ставки у квітні й липні та прогнозу річної інфляції у 2020 р. значення базової ставки в реальному вираженні становило 0,5–1 %, тобто нижче від рівноважного оголошеного рівня (3–3,5 %). Відповідно, грошово-кредитна політика мала стимулюючий характер (Національний банк Казахстану, 2020). Рішення про збереження базової ставки було ухвалено 7 вересня 2020 р. з урахуванням балансу ризиків інфляції в коротко- та середньостроковій перспективі, підвищення волатильності на фінансових ринках на тлі наростання санкцій щодо РФ, можливості подальшого стимулювання економічної активності фіскальними й квазіфіскальними заходами. 26 жовтня 2020 р. НБК зберіг базову ставку на рівні 9 % через невизначеність і підвищення ймовірності реалізації зовнішніх ризиків на тлі нового сплеску захворюваності у світі та запровадження карантинних обмежень, волатильності на ринку нафти, а також зростання геополітичних ризиків. 14 грудня 2020 р. НБК зберіг базову ставку на рівні 9 %, але звузив відсотковий коридор до ± 1 в. п. 25 січня 2021 р. НБК зберіг базову ставку на рівні 9 % через підвищення інфляції та невизначеність з поширенням коронавірусної інфекції. У лютому 2020 р. інфляція сягнула 7,4 %. 6 грудня 2021 р. ставку підвищено до 9,75 % з огляду на невизначеність щодо нового штаму коронавірусу.

У Монголії Комітет з монетарної політики центробанку 11 березня 2020 р. знизив облікову ставку на 1 в. п., до 10 %, зменшив резервні вимоги за зобов'язаннями банків у місцевій валюті на 2 в. п., до 8,5 %, та змінив діапазон коридору процентної ставки до ± 1 в. п. від облікової ставки¹. Збільшення невизначеності щодо поширення COVID-19 спричинило ризик посилення уповільнення економічного зростання через слабший зовнішній попит, нижчі ціни на сировинні товари й повільну зовнішню та внутрішню економічну діяльність. 13 квітня 2020 р. Комітет з монетарної політики знизив облікову ставку на 1 в. п., до 9 %², хоча в лютому інфляція сягнула 6,4 %. Центральний банк очікував, що інфляція, спричинена попитом, знизиться, а інфляція, зумовлена пропозицією, зменшиться після падіння світових цін на нафту. 14 вересня 2020 р. було вирішено: 1) знизити облікову ставку на 1 в. п., до 8 %; 2) запровадити інструмент фінансування довгострокового репо на підтримку нових кредитів реальному сектору та зниження процентних ставок³. 23 листопада 2020 р. Комітет через карантин зменшив облікову ставку на 2 в. п., до 6 %, знизив норму резервування за зобов'язаннями банків у національній валюті на 2,5 в. п., до 6 %; до 1 липня 2021 р. продовжив реалізацію реструктуризації та подовжив строк погашення споживчих

¹ Lowering the policy rate, setting the reserve requirements on liabilities in togrog and the interest rate corridor / Monetary Policy Statement. 2020. No. 2020/01. March 11. URL: <https://www.mongolbank.mn/en/r/299>.

² Lowering the policy rate and extending the maturity of consumer loans / Monetary Policy Statement. 2020. No. 2020/02 2020. April 13.

³ Lowering the policy rate and introducing long-term repo financing instrument / Monetary Policy Statement. 2020. No. 2020/05. 2020. September 14.

кредитів із труднощами погашення на 12 місяців; запровадив довгострокове рефінансування на підтримку малих і середніх підприємств та недобувного експорту.

Особливістю монетарної політики Банку Бангладеш є її багатоцільовий характер: цінова стабільність, стійке зростання та розвиток, висока зайнятість, економічно й ефективно використання ресурсів, стабільність фінансово-платіжної системи. Банк Бангладеш випускає Заяву про монетарну політику двічі на рік (у січні та липні). Після початку пандемії COVID-19 Банк Бангладеш розпочав експансіоністську монетарну політику та створив “додаткові гроші” для економіки, знизивши норму резервування на 1,5 в. п. і ставку операцій репо на 0,5 в. п. для “підтримки інвестицій та створення робочих місць”. Центральний банк проголосив три цілі монетарної політики: контроль над інфляцією, створення робочих місць і зростання ВВП. За підсумками пандемії коронавірусу у 2022 р. центробанк оголосив про “обережну політичну позицію з посиленням упередженості для стримування інфляції й тиску обмінного курсу, одночасно підтримуючи процес економічного відновлення”¹.

Нова монетарна політика запроваджує чотири ключові реформи, зокрема впровадження коридору облікової ставки, базової процентної ставки для кредитування, уніфікацію обмінного курсу та переглянутий метод розрахунку валових міжнародних резервів. Банк Бангладеш визнав неадекватність попередньої цільової політики зі стримування інфляції та прийняв рішення перейти до “політики, що ґрунтується на цільовій ставці кредитування”, що робить гроші дорогими, скасувавши обмеження верхнього рівня кредитної ставки. Уведення ліміту кредитної ставки було політичним рішенням, і скасування ліміту теж є політичним кроком, оскільки центральний банк переконав уряд, що цей ліміт не підходить у поточній економічній ситуації.

У новій монетарній політиці Банк Бангладеш запровадив орієнтовану на ринок референтну ставку для всіх типів банківських позик, скасувавши обмеження ставки позики, уведене в квітні 2020 р. Цей крок спрямований на підвищення конкурентоспроможності в банківському секторі. Референтна кредитна ставка, відома як SMART (середня ставка 6-місячних казначейських векселів), буде оголошуватися щомісяця із застосуванням маржі для банків і небанківських фінансових установ (НБФУ). На практиці SMART плюс маржа до 3 % застосовуватиметься для банків, а SMART плюс маржа до 5 % – для НБФУ. Але кредити для малих і середніх підприємств та споживчі позики можуть підлягати додатковому збору в розмірі до 1 % для покриття витрат на супроводження, а процентні ставки, що застосовуються до позик за кредитними картками, не змінюватимуться.

16.5. Вплив пандемії COVID-19 на рівень довіри до інститутів монетарної влади

Вплив пандемії COVID-19 на монетарну сферу взагалі, й монетарну владу зокрема, має істотні особливості, які необхідно враховувати при дослідженні цього процесу. Розповсюдження вірусу під час пандемії та рух інформації в мережі мають

¹ Key points of the new monetary policy for FY21-22. URL: <https://www.tbsnews.net/economy/banking/key-points-new-monetary-policy-fy21-22-280750>.

спільну природу. Біологічний вірус є за своєю природою інфекційним агентом (Гриценко, 2020, с. 246), але інфікування – це процес, в якому передається певна інформація. Тому біологічний вірус, без сумніву, можна кваліфікувати як інформаційного агента. Передання інформації в монетарній сфері має механізм, подібний до механізму розповсюдження вірусу. Простір, в якому відбуваються обидва процеси, є мережею, що являє собою природне середовище інформації (Гриценко, 2021, с. 15). Різноманітні паніки, що час від часу виникають у грошово-кредитній сфері, мають такий само механізм розгортання, як і розповсюдження вірусу. Це не просто зовнішня схожість різних процесів, а, за своєю сутністю, той самий процес – поширення інформації – у двох різних формах (біологічній і монетарно-психологічній).

Зважаючи на викладене, й вірусна пандемія, й банківсько-фінансові кризи, що завжди мають монетарну природу, можуть бути кваліфіковані як складові вірусно-кризової динаміки, що робить останню мультиплікаційно-каскадною. У цьому контексті глобальний характер пандемії коронавірусу стає особливим проявом глобавірусу, який охоплює не тільки всю планету, а й усі сфери діяльності людини (природну – біологічний вірус, технологічну – комп'ютерний вірус та суспільну – психологічний вірус). Пандемія COVID-19, що розгорнулася в період очікування чергової циклічної кризи, з одного боку, створила підґрунтя для розуміння природи глобавірусу, з другого – сховала це підґрунтя, узявши на себе фінансово-економічні наслідки всього кризового процесу.

Така форма суспільно-природної кризової динаміки стала можливою лише в умовах формування інформаційно-мережевої економіки й інформаційно-мережевого суспільства, в якому інформація стає головним ресурсом і продуктом системи, що може змінювати свою просторову локалізацію миттєво, провокуючи одночасні істотні зміни в різних частинах фізичного простору. Це принципово відрізняє зміст і динаміку фінансово-економічних процесів в індустріально-ринковій та інформаційно-мережевій економіці. В індустріально-ринковій системі економічні відносини між людьми проявлялися в уречевленій формі виробництва й обміну товарами. На відміну від цього, в інформаційно-мережевій системі виробництво та обмін скидають уречевлену форму й переходять переважно у віртуальний простір, де й здійснюються акти купівлі-продажу, формування доходів, прибутку та зарплати, банківські, інвестиційні й інші операції. У фізичному просторі залишаються тільки ті відносини, у котрих сама людина проявляє себе як фізична, природна особа.

Усе це істотно вплинуло на взаємозв'язок довіри й фінансово-економічної динаміки. До предмета нашого дослідження входить аспект, що стосується впливу пандемії на рівень довіри до інститутів монетарної влади. Виокремлення цього аспекту є досить складним, з огляду на синкретичний характер ставлення економічних агентів і населення до об'єктів та суб'єктів довіри. Довіра до інститутів монетарної влади пов'язана з довірою до грошової одиниці й до суб'єктів монетарної влади. Крім того, принципово важливо розрізняти довіру у формі прояву суб'єктивного ставлення до об'єктів довіри та в об'єктивній формі реальної поведінки.

Варто також розуміти, що інститути як формальні й неформальні правила та норми поведінки в монетарній сфері мають різні форми прояву в організаціях, нормативно-правових актах, психологічних установках і в таких предметних утіленнях, як монети, паперові гроші тощо. Зважаючи на те що до суб'єктів монетарної влади різною мірою може бути віднесено державні органи, причетні до прийняття монетарних рішень, завдання виміру довіри значно ускладнюється. Крім того, інститути й суб'єкти монетарної влади відрізняються за країнами. Наприклад, у США голова ФРС є публічною постаттю, яка широко відома серед представників влади, бізнесу й населення. Від нього залежать рішення ФРС, що істотно впливають на всю економіку та фінансову сферу. Це пояснюється місцем економіки США у світовому господарстві й роллю долара США як світових грошей. В інших країнах ситуація інакша.

Для того щоб розібратися з довірою до інститутів монетарної влади, потрібно насамперед зрозуміти інституційну структуру монетарної системи. Базовим інститутом усієї інституційної системи, як уже зазначалося, є довіра. У монетарній системі це положення конкретизується стосовно її специфіки. Тут базовим інститутом виступає довіра до грошей як основоположної категорії монетарної системи. Але гроші реалізують свою сутність через функції. Відповідно, інститут довіри модифікується стосовно функцій грошей.

Основними власними функціями грошей є функції міри вартості, засобу обігу та накопичення, які мають свої підфункції, а також похідні й вмінені функції (Гриценко, 2005, с. 139–146). З основними функціями грошей пов'язані відповідні інститути, що забезпечують виконання цих функцій. Як міра вартості гроші повинні являти собою незмінний еталон, стабільну вартість, що є мірилом вартостей товарів. Будь-яка міра (ваги, довжини, вартості тощо) не може бути не стабільною. Інакше втрачається сенс самого виміру. Тому міра вартості органічно пов'язана з інститутом стабільності.

Для виконання функції засобу обміну гроші повинні бути в наявності, інакше обмін не може відбутися. Тому ця функція грошей органічно пов'язана з інститутом ліквідності. Сама довіра безпосередньо пов'язана з реалізацією функції накопичення грошей. Накопичення грошей без довіри до них не має сенсу. До інституційних елементів, що реалізують довіру, належать, наприклад, незалежність центральних банків, система гарантування вкладів тощо. Інститути довіри, стабільності й ліквідності є взаємопов'язаними та взаємозалежними. Довіра не може існувати без стабільності й ліквідності, стабільність спирається на ліквідність і довіру, а ліквідність є умовою довіри та стабільності. Монетарна політика визначає правила й норми, принципи і способи формування та досягнення монетарних цілей відповідно до макроекономічних умов. Взаємозв'язок базових монетарних інститутів можна подати схематично (рис. 16.1).

Базові інститути монетарної системи утворюють об'єктивне підґрунтя функціонування монетарної системи. Його покладено в основу діяльності суб'єктів монетарної влади. В Україні ключовим суб'єктом монетарної влади є Національний банк України. На формування монетарних рішень впливають й інші владні суб'єкти.

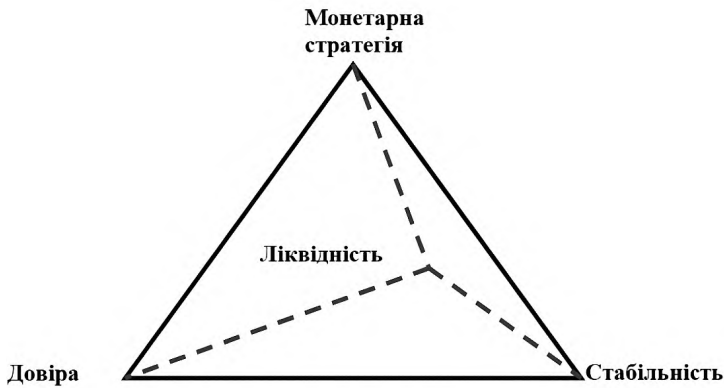


Рис. 16.1. Базові монетарні інститути

Джерело: (Гриценко, 2014, с. 365).

Насамперед це парламент, що затверджує державний бюджет, який повинен бути скоординований із монетарною політикою НБУ. Уряд також приймає рішення, що впливають, приміром, на динаміку коштів на рахунках уряду в центральному банку, на монетарну базу тощо. Президент теж має повноваження щодо формування Ради НБУ, яка затверджує Основні засади грошово-кредитної політики. Взаємодію інституційних суб'єктів монетарної влади можна подати схематично (рис. 16.2).

Реалізація монетарної влади на основі врахування об'єктивного взаємозв'язку базових монетарних інститутів здійснюється через грошові потоки, що також мають свою структуру (рис. 16.3).

Первісні грошові потоки йдуть у ринкову систему від НБУ через кредитний, валютний і фондовий канали грошової емісії, від НБУ в державний бюджет у разі перерахування прибутку центробанку, від зовнішніх суб'єктів у фінансово-банківську систему та реальну економіку. Основні грошові потоки відбуваються в монетарному просторі між суб'єктами господарювання, від суб'єктів господарювання до державного бюджету й у зворотному напрямі. Ці потоки здійснюють монетизацію економіки. Вплив на них може бути використаний для розв'язання завдань економічного розвитку.

Знання про структуру монетарних інститутів дає можливість розуміти механізми впливу на них різних зовнішніх шоків, у т. ч. пандемії COVID-19. Реакція на загрози поширення пандемії з боку владних структур має комплексний характер і виходила від усіх гілок влади, але у своїй основі мала монетарний характер, бо проявлялася через регулювання грошових потоків.

Загальний монетарний вплив на світову економіку, пов'язаний із реакцією на виклики пандемії COVID-19, був безпрецедентним. На заходи боротьби з пандемією та її наслідками було виділено близько 16 трлн дол. США (Levenkov et al., 2021). Важливу роль у боротьбі з пандемією відіграли центральні банки. Вони застосовували такі заходи, як кількісне пом'якшення, зниження процентних ставок, що давало змогу



Рис. 16.2. Функціональна взаємодія інституціональних суб'єктів монетарної влади в Україні

Джерело: (Гриценко, 2014, с. 369).

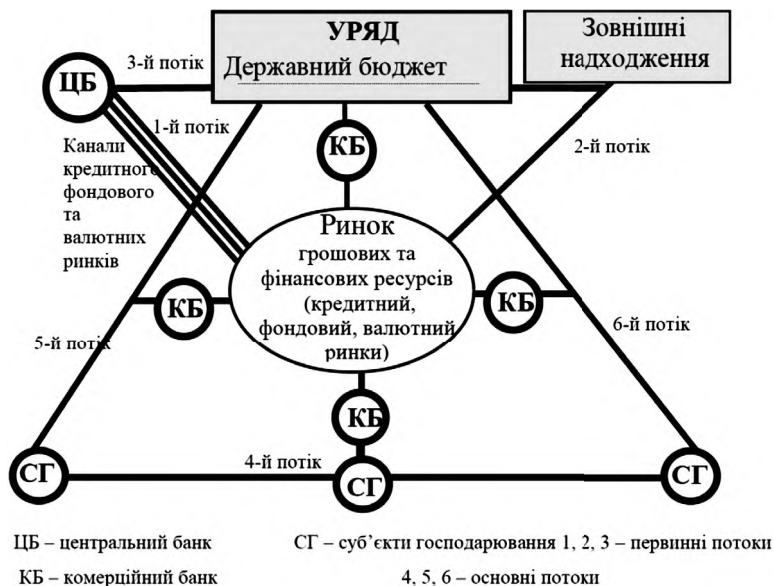


Рис. 16.3. Грошові потоки

Джерело: (Гриценко, 2014, с. 368).

підтримувати фінансову стабільність. Це впливало на збереження довіри до монетарної влади. Велике значення в цьому контексті мало забезпечення з боку урядів і центральних банків прозорості й комунікації з населенням та суб'єктами господарювання. Піклування урядів про соціальну підтримку населення шляхом надання фінансової допомоги населенню, виплат з безробіття також сприяло збереженню довіри до влади взагалі, й монетарної зокрема.

У цілому пандемія COVID-19 відчутно вплинула на довіру до монетарної влади, яка тісно пов'язана з довірою до влади взагалі та до її різних гілок. Аналіз цього впливу в різних країнах і регіонах свідчить про його волатильність і залежність від ефективності дій влади в боротьбі з пандемією та в забезпеченні підтримки бізнесу й населення.

Висновки до розділу 16

Попри початкові принципові розбіжності загальноекономічних доктрин (ліберальної економіки й державного капіталізму), монетарна влада як США, так і КНР вдалася до схожої політики поєднання використання традиційних та неконвенціональних інструментів.

Незважаючи на прихильність до принципів ліберальної економіки й невтручання держави в ринкові процеси, натрапивши на виклики, породжені пандемією коронавірусу, ФРС США використовувала традиційні інструменти монетарної політики, такі як дисконтне вікно, внутрішньоденну ліквідність і норми резервування депозитів, аби спонукати банківський сектор до фінансування корпоративних та роздрібних клієнтів. Таким чином, США знадобилося лише два роки, щоб перейти від монетарної політики кількісного пом'якшення до агресивного підвищення процентних ставок.

Монетарна політика НРК і ФРС є багатоцільовою системою, що, зокрема, передбачає підтримку стабільності цін та сприяння економічному зростанню, повній зайнятості, фінансовій стабільності, структурній перебудові, підтриманню платіжного балансу, стабілізації валютного курсу. Хоча вага кожної цілі змінюється відповідно до економічної ситуації, таким чином досягається багатоцільовий компроміс у реалізації монетарної політики. У Китаї, виходячи з національної загальноекономічної доктрини, регулятор більш рішуче й відкрито застосовує інструменти структурної монетарної політики, роблячи таким чином прямими об'єктами впливу центробанку не тільки банки та інші фінансові установи, а й практично всіх учасників ринку.

Заходи монетарної політики, вжиті центральними банками європейських країн для підтримки економічного відновлення, виявились ефективними для пом'якшення умов фінансування, доступу та пропозиції фінансових ресурсів. Як результат, функціонування фінансового ринку значною мірою нормалізувалося. Надалі це дало змогу доволі швидко зменшити використання багатьох надзвичайних заходів, запроваджених для підтримки ринків, а також розпочати процес скорочення певних програм кількісного пом'якшення.

Спектр і структура задіяного інструментарію засвідчують істотні відмінності між групами країн за рівнем розвитку економіки, фінансових інститутів та статусу валюти. Хоча під час пандемії коронавірусу (на відміну від глобальної фінансової

кризи) центробанки країн, що розвиваються, розширили свій інструментарій, вдавшись до програм кількісного пом'якшення, вони були значно обмеженіші щодо їхніх обсягів. Нерівність у статусі валют примушувала ці банки постійно зважати на співвідношення рівня ставок із розвинутими країнами з огляду на ризики відпливу емітованого капіталу.

Надалі центробанкам країн, що розвиваються, на нашу думку, доцільно зосередитися на усуненні їхніх слабких місць під час антикризових монетарних заходів – підвищеного ризику “втечі” капіталу, девальвації та обмеженості трансмісійного механізму щодо переведення потоків із програм рефінансування в реальний сектор. Для цього слід приділити більшу увагу інструментам цільового фінансування й відповідним заходам у сфері макропруденційного регулювання.

Рішення про інструменти монетарної політики центральних банків завжди приймають колегіальні органи. У ролі такого органу в окремих банках виступають ради директорів (наглядові ради), в інших – правління, а ще в інших – спеціальний комітет із монетарної політики. Здається, найбільш прийнятною практикою є участь в органах монетарної політики незалежних експертів як повноцінних членів.

Більшість центробанків фіксували облікові ставки, при цьому коридори ставок центробанку регулярно змінювалися лише в окремих банках як інструменти “точного налаштування”. Обґрунтування перегляду ставок полягає в аналітичному огляді макроекономічних індикаторів та їх прогнозуванні (рівень інфляції, темпи зростання ВВП, рівень безробіття, міжнародні резерви, сальдо зовнішньої торгівлі, дефіцит бюджету, темпи приросту кредитування). Облікові ставки переглядалися поступово, з кроками в діапазоні 0,25–1 %, тобто згладжувано, незважаючи на стрибки цін.

У період найгострішої фази пандемії центробанки прагнули до збереження або зниження ставок із метою стимулювання економічної активності. Темпи інфляції практично в усіх країнах були вищими від облікової ставки. Лише в деяких банках вживалися додаткові заходи для прямого стимулювання кредитування комерційними банками (підтримка ліквідності, викуп цінних паперів у банків, зниження норми резервування).

На підставі огляду практики центральних банків можна запропонувати такі кроки.

По-перше, внесення змін до закону про Національний банк України з переглядом статусу Комітету з монетарної політики в частині участі незалежних експертів, оприлюднення інформації про результати голосування, обов'язку голови НБУ щодо надання пояснень на адресу Ради фінансової стабільності в разі невиконання цільових показників монетарної політики з планом заходів для нормалізації.

По-друге, розроблення спільно з Міністерством фінансів України пакета антикризових заходів із координацією монетарної й фінансової політики, до яких слід вдаватися одразу після появи тривожних сигналів – тригерів (ознак системної кризи). У перелік інструментів монетарної політики варто включити викуп цінних паперів, перегляд норм резервування, програми надання підтримки ліквідності.

По-третє, більш активне використання звуження або розширення коридору процентних ставок НБУ, поліпшення передбачуваності рішень органу монетарної політики щодо облікової ставки, уникнення випадків різких і значних змін ставок.

Слід урахувати, що інфляція, зумовлена попитом, безпосередньо залежить від відновлення економіки, а інфляція внаслідок пропозиції більше залежить від швидкості усунення перебоїв у транспортуванні й логістиці. Для багатьох країн залишаються вагомими зовнішні фактори, які накладаються на вплив пандемії: тривала російсько-українська війна, різке підвищення процентних ставок ФРС і рецидив COVID-19 у Китаї.

Багато центральних банків оголосили пріоритетною підтримку бізнесу шляхом продовження поточних схем рефінансування, запровадження схеми кредитних гарантій для прискорення виплати позик фермерським, мікро-, малим і середнім підприємствам. Така монетарна політика намагатиметься діяти на випередження, щоб зупинити будь-яке погіршення сукупного попиту, підтримуючи нові інвестиції та створення робочих місць, і допоможе створити сприятливі умови для того, щоб підприємства нормалізували виробництво й ланцюги поставок, оптимізуючи належне використання коштів.

Вплив пандемії COVID-19 на рівень довіри до інститутів монетарної влади є волатильним і значною мірою залежить від ефективності дій влади, яка представляє ці інститути. Це підтверджується аналізом даних як у зарубіжних країнах, так і в Україні. Потрібно відрізнати оцінку довіри на основі опитувань, що фіксує суб'єктивно-психологічне ставлення до об'єктів довіри, та оцінку довіри на основі реальної поведінки суб'єктів. Істотні відмінності в таких оцінках свідчать про проблеми у відносинах монетарної влади з економічними реаліями.

■ Розділ 17

РЕЖИМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ

Після гіперінфляції та масштабного знецінення вітчизняних грошей на початку 1990-х років Україна пережила ще три сплески некерованої інфляції, середньорічні рівні якої сягали 28,2 % (2000 р.), 25,2 % (2008 р.) і 48,7 % (2015 р.). Майже одночасно з цим у країні відбулася низка девальвацій гривні, унаслідок чого вона втратила відносно валюти-прив'язки (долара США) 68,6 % своєї щорічної вартості в 1999 р., 47,9 % у 2009 р. та 83,8 % у 2015 р. Зазначені щільність і глибина курсових та інфляційних проблем, що розгорталися на тлі важких економічних, бюджетних, фінансових і банківських криз, свідчили про неспроможність держави не лише виконати свої конституційні зобов'язання щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці (ст. 99 Конституції України¹), а й гарантувати стале зростання економіки. Це стало однією з ключових причин перегляду монетарного й курсового режимів в Україні.

Логічність такого кроку здавалась очевидною ще й із міркувань нечіткості інфляційних та курсових завдань Національного банку України (далі – НБУ). Адже, попри фіксацію ним офіційного курсу гривні до долара США, національне законодавство не містило жодних відповідних вимог, як і визначень чинного валютного режиму. Прогнозні ж показники валютного курсу гривні та очікуваної інфляції, які щорічно складалися Радою НБУ при розробленні Основних засад грошово-кредитної політики (далі – Основні засади), мали переважно не зобов'язуючий, а інформаційно-довідковий характер. Цей факт слугував причиною жорсткої критики монетарної політики НБУ як такої, що не мала кількісних цілей, а отже, й будь-яких критеріїв для оцінки її ефективності (Шумило, 2008; Шумило, 2016).

Критику монетарної політики посилювало порівняння практики НБУ з політикою інфляційного таргетування (далі – ІТ), яка на початку 2000-х років набула статусу панівної доктрини у сфері монетарної теорії та практики. Цьому значною мірою сприяла низка валютно-фінансових криз, що тривали починаючи з 1997-го кілька років в азієському, європейському й

¹ Конституція України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text>

південноамериканському регіонах. Постраждали від них країни виявилися нездатними захистити ні фіксовані курси власних валют, ні свої економіки.

В Україні тяжіння до ІТ за таких причин істотно посилювалося через вплив міжнародних фінансових організацій, які стали активно пропагувати переваги гнучкого курсоутворення, валютної лібералізації та концентрації монетарної політики виключно на мінімізації показника інфляції¹ (Вавра, 2015).

Розроблення теоретичних і практичних питань ІТ має багату історію. Перші праці з дотичної тематики опубліковано в 1930-х роках. Ключові аспекти й положення застосування ІТ розглянуто в роботах (Barro, & Gordon, 1983; Dwyer G. P., Jr., 1993; Fischer, 1995; Bernanke, & Mishkin, 1997; Taylor, 1993; Scarlata, 2002; Stone et al., 2009; Svensson, 2009; Hammond, 2011; Jahan, 2003; Villar, 2023; Bhalla, Bhasin, & Loungani, 2023). В Україні висвітленню питань монетарної політики та ІТ присвячено праці (Даниленко та ін., 2007; Петрик, 2008; Петрик, & Ніколайчук, 2008; Буковинський, Гриценко, & Кричевська, 2008; Савченко, & Семенова, 2008; Гриценко, Кричевська, & Петрик, 2008; Даниленко, 2010; Кораблін, 2010; Міщенко, Іванов, & Малютін, 2015; Дзюблюк, 2015; Єфименко, 2016; Кораблін, 2017; Єфименко, 2018; Груй, Лепушинський, & Ніколайчук, 2018; Данилишин, 2018; Данилишин, 2020; Данилишин, 2022; Кораблін, 2021; Козюк, 2022).

17.1. Вихідні положення

Базова ідея ІТ ґрунтується на положенні, що стало економічне зростання потребує низької і стабільної інфляції та що опіка над нею має виступати єдиною ціллю центрального банку. Відповідно, вважається, що успішність застосування ІТ вимагає відданості центрального банку ідеї низької інфляції (цінкової стабільності); його незалежності в питаннях, пов'язаних з її реалізацією, а також відсутності фіскального домінування (здатності уряду контролювати бюджетні витрати, не застосовуючи їх емісійне фінансування).

У цьому контексті спеціально наголошується, що для успішного впровадження ІТ центральний банк повинен уникати цільової підтримки будь-яких інших економічних параметрів (валютного курсу чи, наприклад, заробітної плати), крім інфляції. У фінансовій же й бюджетній частинах має бути мінімізовано або взагалі унеможливлено прямі запозичення державного сектору від центрального банку; забезпечено наявність широкої податкової бази, незалежність бюджетних витрат від грошової емісії, функціонування ємного внутрішнього ринку, достатнього для абсорбування державного боргу; унеможливлено його неконтрольовані сплески (Scarlata, 2002).

У практичній площині режим ІТ передбачає встановлення кількісної цілі з інфляції, обчислення її прогнозного рівня, розрахунку очікуваного відхилення прогнозованої інфляції від її цільового рівня та впровадження монетарних заходів, необхідних для мінімізації зазначеного відхилення. У ролі ключового монетарного інструменту при цьому розглядається процентна ставка центрального банку (Jahan, 2003).

¹ Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding, 2015, February 27 / International Monetary Fund. URL: <chrome-extension://efaidnbmninnibpacajpgclclefindmkaj/https://www.imf.org/external/np/loi/2015/ukr/022715.pdf>.

Наочною перевагою такого підходу є те, що він дає змогу не лише чітко визначити цілі монетарної політики, а й формалізувати її у вигляді однозначних і несуперечливих правил. Вказане вигідно відрізняється від ситуації, яка виникла у світі після розпаду Бреттон-Вудської системи й глобальної прив'язки національних валют до долара США, коли центральні банки втратили уніфіковане визначення своїх монетарних орієнтирів та інструментів їх досягнення. Подоланню такої невизначеності сприяли активні теоретичні розробки й новий практичний досвід, що виявили недоліки невнормованої політики центральних банків, яка асоціювалася з ризиком прийняття непрозорих управлінських рішень, їх непередбачуваністю та незрозумілістю кінцевих результатів. Найкращим, на що можна було сподіватися за таких умов, була обачність і вдалість ситуативних (дискреційних) дій центрального банку в непередбачуваних обставинах мінливого середовища. Не заперечуючи фахової досвідченості керівництва центробанків, експерти проте відзначали занадто високі ризики їх невнормованих (дискреційних) рішень і обґрунтовували необхідність заміни останніх чітко сформульованими правилами монетарної політики. При цьому наголошувалося, що потрібно внормувати не лише цільові дії центрального банку, а й наступні його рішення у відповідь на зворотну реакцію ринкового середовища (Barro, & Gordon, 1983; Dwyer G. P., Jr., 1993).

Перший досвід практичного застосування ІТ засвідчив його переконливі переваги в частині цілеспрямованого зниження інфляції (Hammond, 2011; Bhalla, Bhasin, & Loungani, 2023). І хоча наведене (враховуючи цільову спрямованість згаданого монетарного режиму) навряд чи є дивним, для багатьох експертів це не мало принципового значення, оскільки перехід до ІТ дав змогу ряду країн істотно знизити інфляцію, яка до того вважалася хронічною й тривала роками всупереч усім зусиллям з її подолання. На жаль, цей досвід не виявився універсальним. Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. змусила відмовитися від низки базових уявлень щодо ІТ, адже сама лише низька інфляція на змогла ні убезпечити світ від глобальної рецесії, ні гарантувати йому швидке економічне відновлення.

17.2. Неоліберальний контекст і глобальні кризи

Де-факто практичне застосування ІТ збіглося в часі з масовим упровадженням базових положень неоліберальної доктрини, яка передбачала цілеспрямоване згортання державного регулювання на користь розкріпачення ринкових сил і вільної конкуренції. На практиці це означало тотальну приватизацію державної власності, ринкову дерегуляцію, торговельну й валютну лібералізацію, вільний рух капіталу, жорстке обмеження витрат держави з мінімізацією бюджетних дефіцитів і державного боргу, уніфікацію валютних курсів та перехід до їх вільного плавання.

Зазначені підходи набули статусу міжнародної доктрини. Концептуальні положення цієї доктрини було сформульовано в 1989–1990 рр. Дж. Вільямсоном (Williamson et al., 1990; Williamson, 2004) у вигляді 10 ключових принципів успішної економічної політики, які відповідали тодішній практиці провідних економік світу та рекомендувалися ними для впровадження в країнах, що розвиваються. Наразі цей

перелік правил відомий як “вашингтонський консенсус”. Попри його подальшу критику, варто зазначити, що одним із принципів консенсусу, який де-факто далеко не завжди виконувався, була вимога щодо забезпечення прав власності (Birdsall, De la Torre, Menezes, 2001; Marangos, 2008; Marangos, 2005; Naim et al., 1999; Stiglitz, 2004).

Піонерське впровадження ІТ Новою Зеландією в 1990 р. не просто збіглося в часі із формуванням зазначеного неоліберального мейнстріму. Річ у тім, що базові положення ІТ були просочені його духом і згодом стали інтерпретуватись як одна зі складових розширеної версії “вашингтонського консенсусу”, або “реформ другого покоління” (Camdessus, 1999). Поява останніх була вимушеним кроком, оскільки при підбитті підсумків 1990-х років стало зрозуміло, що нерегульований ринок здатний не лише ефективно переміщувати товари та капітал, а й формувати підвалини потужних економічних і фінансових криз.

Зазначене змусило модифікувати принципи успішної економічної політики, унаслідок чого до 10 перших її принципів було додано 10 нових положень, які робили наголос на посиленні регуляторних заходів у частині антикорупційної політики, корпоративного управління, заходів соціального захисту, скорочення бідності тощо. При цьому окремо підкреслювалася необхідність забезпечення незалежності центрального банку та впровадження ним режиму ІТ (Rodrik, 2006).

Попри це, низька інфляція не убезпечила світ від глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр., а її подолання змусило провідні центробанки докорінно розширити набір своїх монетарних цілей, інструментів та правил їх застосування. Унаслідок цього з'явився термін “нетрадиційна політика”, який стосувався не лише нетрадиційного монетарного, а й фінансового регулювання.

На практиці це означало повний відхід від базових принципів ІТ. Так, нетрадиційні заходи Федеральної резервної системи США (далі – ФРС) упродовж 2008–2014 рр. включали (Кораблін, 2017, с. 141–142):

- пряму кількісну прив'язку монетарної політики ФРС до рівня безробіття;
- багаторічне утримання процентних ставок ФРС на рівні, нижчому за цільову й фактичну інфляцію (застосування від'ємних реальних ставок);
- публічну відмову ФРС від підвищення своїх процентних ставок навіть за умов перевищення прогнозою та фактичною інфляцією її цільового рівня у 2 % (де-факто перегляд і підвищення цільового рівня інфляції);
- цільове фінансування ФРС не лише банків, а й компаній та корпорацій;
- пряме зобов'язання ФРС щодо фінансування державного бюджету, а також участь в абсолютному й відносному нарощуванні державного боргу;
- преференційне кредитування ФРС окремих банків і компаній;
- прямий та опосередкований (аж до націоналізації) порятунок ФРС приватного бізнесу, що спричинив глобальну фінансову й економічну кризи.

Практика Банку Англії та Європейського центрального банку (далі – ЄЦБ) під час виходу з кризи 2008–2009 рр. і подолання її наслідків мало чим відрізнялася від дій ФРС. Зокрема, у серпні 2013 р. Банк Англії визначив, що його ключова процентна ставка залишатиметься незмінною (0,5 %), допоки:

- рівень безробіття перевищуватиме 7 %;
- очікувана Комітетом монетарної політики інфляція (упродовж наступних 18–24 місяців) не перевищить 2,5 %.

Де-факто це означало збільшення Банком Англії своїх кількісних монетарних цілей та підвищення на 0,5 в. п. його цільового рівня інфляції. Незважаючи на це, Банк не змінював ключову процентну ставку (0,5 %) більш ніж вісім років, залишаючи її майже весь цей час на від'ємних – відносно цільової та фактичної інфляції – рівнях. Наведене тим більш значуще, що реальний ВВП країни протягом 2010–2016 рр. зростав сім років поспіль, сягаючи 3,1 % у 2014 р., а рівень безробіття впаав нижче від цільових 7 % ще на початку того ж року (Кораблін, 2017, с. 148–149).

Перефразуючи вислів Н. Рубіні, можна сказати, що за таких умов центральні банки перетворилися з “останнього кредитора миттєвої ліквідності” на “ключового інвестора довгострокових ресурсів” (Roubini, & Mihm, 2011). Така політика стала відомою як політика кількісного пом'якшення (QE).

В ЄС на додаток до неї було створено Європейський фонд фінансової стабільності (EFSF), який згодом трансформувався в Європейський стабілізаційний механізм (ESM). Основною функцією обох інституцій є допомога найбільш постраждалим від фінансової кризи країнам-членам.

Процес “нормалізації” монетарної політики у США розпочався у 2017 р. (Federal Reserve System, 2022). Проте завершити його не вдалося через коронакризу, спровоковану пандемією COVID-19. У 2020 р. майже всі провідні центробанки світу відновили практику кількісного пом'якшення та нетрадиційної грошово-кредитної політики, що було необхідно для стимулювання національних економік в умовах їх масового локдауну.

За умов різкого падіння виробництва та зникнення інфляційних загроз найбільші центральні банки задіяли пряму емісійну підтримку як державного й місцевих бюджетів, так і приватного бізнесу разом із населенням. Це призвело до стрімкого збільшення їхніх балансів з одночасним підвищенням рівня державного боргу відповідних країн. Так, активи ФРС за 2020 р. зросли в 1,9 раза, Банку Японії – в 1,2, ЄЦБ – у 1,5, Банку Англії – в 1,6 раза. Синхронно з цим підвищився й рівень державного боргу: у США зі 108,2 до 127,1 % ВВП, в Японії – з 234,9 до 256,2 %, у зоні євро – з 84 до 96,9 %, у Великій Британії – з 85,2 до 103,7 % ВВП. Показово, що ця грошово-боргова експансія відбувалася на тлі низької інфляції, рівень якої варіював у наведених країнах від 0 % (Японія) до 1,2 % (США) (Кораблін, 2021b).

Наступна спроба монетарної нормалізації у США почалася у 2022 р. Наразі в її рамках збільшено цільовий орієнтир за ставкою федеральних фондів від 0–0,25 до 5,00–5,25 % (FedPrimeRate.com., 2021) та зменшено баланс ФРС із 8,96 до 8,4 трлн дол. (станом на 14 червня 2023 р.) (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2023). Однак те, як довго може тривати ця фаза монетарної “деескалації”, поки невідомо. Адже їй протистойть передчуття глобального уповільнення, ризик якого невпинно зростає на тлі подовження російської війни проти України.

17.3. Гнучке інфляційне таргетування

Зазначені метаморфози не могли не позначитися на базових положеннях ІТ, тим паче, що ініціаторами нетрадиційної політики й кількісного пом'якшення виступили провідні економіки світу, які формують ключові тренди в монетарних та фінансових концепціях і практиках. На цьому тлі відбулося “осучаснення” ІТ, унаслідок чого воно перетворилося на “гнучке інфляційне таргетування” на противагу початковій версії, котру стали розглядати як “жорстке ІТ”.

Ключова відмінність гнучкого ІТ полягає в тому, що в монетарної політики визнається наявність кількох основних цілей, а саме одночасної, але спеціальної стабілізації як інфляції, так і реальної економіки. При цьому, на відміну від жорсткої версії, гнучке ІТ передбачає, що “у випадку конфлікту цілей [монетарна політика] має встановлювати раціональний баланс між стабільністю інфляції та стабільністю використання ресурсів”. Зокрема, центральний банк Швеції визначає таку політику як “добре збалансовану”, тобто таку, що дає змогу досягати ціль по інфляції та забезпечувати “нормальне” завантаження наявних ресурсів (Svensson, 2009).

У принципі, вказаний підхід було запропоновано Дж. Тейлором ще в 1993 р. при обґрунтуванні цільового рівня короткострокової ставки ФРС за федеральними фондами (Taylor, 1993). Сьогодні це монетарне правило відоме як “правило Тейлора”. Воно визначає ставку ФРС як функцію двох змінних – інфляції та реального ВВП, у вигляді відхилень їхніх фактичних значень від цільових рівнів. І хоча ця залежність вважається ледь не аксіоматичною, це не завадило активному впровадженню жорсткого ІТ аж до глобальної кризи 2008–2009 рр. Адже, як образно висловився О. Бланшар, монетарну політику в той період було зведено до найпростішої формули: єдина ціль (інфляція) – єдиний інструмент (процентна ставка) (Blanchard, Dell’Ariccia, & Mauro, 2010).

Зазначене можна вважати наочним проявом суперечностей у формулюванні не лише монетарних правил, а й загального руху економічної думки. Певною мірою це підтверджує й вислів голови Банку Англії М. Кінга, який у 1997 р. назвав беззаперечних прихильників жорсткого ІТ “інфляційними божевільними” (inflation nutters), хоча сам Банк Англії запровадив ІТ ще в 1992 р. (Svensson, 2009).

17.4. Концепт інфляційного таргетування в Україні

Розглядаючи досвід застосування ІТ в Україні, варто зважати на те, що він уособлює політику не просто центрального банку, а держави, й правові підвалини цього монетарного режиму визначено в Законі України «Про Національний банк України» (далі – Закон), який встановлює ієрархічність трьох цільових завдань НБУ під час виконання його основної функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України. Так, відповідно до ст. 6 Закону, НБУ має виходити з пріоритетності досягнення та підтримання цінової стабільності. У межах своїх повноважень він також має сприяти фінансовій стабільності, у т. ч. стабільності банківської системи, за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі щодо цінової стабільності. Нарешті, НБУ має сприяти додержанню стійких темпів економічного зростання й

підтримувати економічну політику уряду за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей щодо цінової та фінансової стабільності¹.

У разі практичного застосування така пріоритетність трактується відповідно до концепції жорсткого ІТ, тобто без пошуку “раціонального балансу” між стабілізацією інфляції та економічним зростанням, або фінансової стабілізації. У ролі єдиного пріоритету НБУ розглядається цінова стабільність, що її в ст. 1 Закону визначено “як збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін”.

Утім, такої жорсткості можна було б уникнути, зважаючи на те, що забезпечення цінової стабільності зазвичай вимагає певних передумов у вигляді фінансової стабільності та стійкого зростання. Це має особливе значення для України, де всі бізнес-цикли наочно прив'язані до коливань зовнішньої кон'юнктури на її експортну сировину, унаслідок чого низька інфляція зазвичай не гарантує економічного зростання, тим паче, його сталих темпів. До того ж забезпечення останніх вимагає проведення цілеспрямованої структурної політики за підтримки відповідних монетарних і банківських важелів.

Попри це, НБУ додержується жорсткої версії ІТ, перехід до якої було оголошено у 2015 р. згідно з постановою Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541². Остання визначила ІТ як найбільш сприятливий монетарний режим для створення середовища низької й стабільної інфляції та встановила середньострокову ціль по інфляції на рівні 5 % за річним приростом індексу споживчих цін. При цьому було підкреслено незмінність оголошених інфляційних цілей і визначено графік їх досягнення:

- грудень 2016 р. – 12 % +/- 3 в. п.;
- грудень 2017 р. – 8 % +/- 2 в. п.;
- грудень 2018 р. – 6 % +/- 2 в. п.;
- грудень 2019 р. і надалі – 5 % +/- 1 в. п.

Окремо зазначалося, що підтримка фінансової стабільності та економічного зростання відбуватиметься “за умови, що це не перешкоджатиме досягненню цілей щодо інфляції”.

Цільовий рівень інфляції (5 %) було визначено як оптимальний, “зважаючи на фундаментальні чинники розвитку української економіки”. Пізніше в Основних засадах на 2018 р. наголошувалося, що оптимальний рівень інфляції дасть змогу національній економіці вийти з 2019 р. “на свій потенційний рівень – 4 %”³. Згодом було

¹ Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV (зі змінами). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.

² Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

³ Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 12.09.2017. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/OsnovZasad-2018_sr-per.pdf?v=4.

також зазначено, що на тлі такої динаміки буде спостерігатися природний рівень безробіття – 8 % (за методологією Міжнародної організації праці)¹.

Відповідно до образної формули жорсткого ІТ “одна ціль – один інструмент” ключову процентну ставку було визначено в ролі основного монетарного інструменту НБУ, а всі інші його важелі – як допоміжні², попри те, що Закон не диференціює грошово-кредитні інструменти на основні й другорядні та не обмежує НБУ в їх практичному використанні.

Спеціально підкреслювалося, що НБУ “вживатиме всіх необхідних заходів з дотримання режиму плаваючого обмінного курсу”, який слугуватиме “основним буфером” від впливу зовнішніх шоків. Водночас наголошувалося на необхідності “нарощення і... підтримання достатнього рівня міжнародних резервів” (для запобігання надмірним коливанням обмінного курсу).

Задля уникнення неоднозначності було виокремлено принципи режиму ІТ, як-от: беззаперечна пріоритетність досягнення та підтримання цінової стабільності; встановлення режиму плаваючого обмінного курсу; перспективний характер прийняття рішень, що ґрунтуються на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі; прозорість діяльності НБУ; інституційна, фінансова й операційна незалежність НБУ; заборона використовувати “інструменти грошово-кредитної політики для досягнення будь-яких цілей, які загрожуватимуть досягненню цінової стабільності”.

Подальший розвиток і деталізація ключових положень ІТ в Україні значною мірою пов’язані з упровадженням нових нормативних актів НБУ, таких як щорічні Основні засади та Стратегія монетарної політики Національного банку України (далі – Стратегія).

Так, у Стратегії встановлено, що НБУ дотримується гнучкого режиму ІТ. Попри це, Стратегія не лише не визначила правил або підходів до “раціонального балансування” цільової інфляції й економічного зростання, а де-факто закріпила протилежний, жорсткий варіант ІТ, згідно з яким економічну активність узагалі не можна розглядати в ролі будь-якої цілі НБУ³: “Основним внеском Національного банку в забезпечення стійкого економічного зростання в Україні в довгостроковому періоді є створення середовища з низькою та стабільною інфляцією, а також сприяння у межах своїх повноважень фінансовій стабільності в державі”; “Головними критеріями успішності монетарної політики є закореність інфляційних очікувань на рівні цільового показника інфляції та відповідність фактичної інфляції її цільовим значенням у середньостроковій перспективі”.

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2020-mt.pdf?v=4.

² Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

³ Стратегія монетарної політики Національного банку України : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4.

На практиці наведені положення не дають змоги розглядати підтримку економічного зростання з боку НБУ навіть як цілі/завдання третього порядку. І подальша їх інтерпретація в Основних засадах лише посилює такий висновок. Так, в Основних засадах на 2020 р. зазначається, що “основним внеском у стає економічне зростання з боку Національного банку є створення середовища з низькою та стабільною інфляцією. Досягнення поставлених інфляційних цілей сприятиме забезпеченню прогнозованих темпів зростання ВВП”¹. Це положення фактично повторюється й в Основних засадах на 2021 р.²

При цьому гнучке ІТ розглядається в ролі не “раціонального балансування” цілей НБУ, а можливості “тимчасового відхилення інфляції від цілі”: “Для сприяння економічному зростанню Національний банк використовуватиме гнучкість режиму інфляційного таргетування, зокрема, допускаючи тимчасове відхилення інфляції від цілі, якщо це не перешкоджатиме її поверненню до цільового діапазону на прийнятному горизонті політики”³.

Показово, що навіть за відсутності наявних інфляційних ризиків НБУ концентрує увагу не на підтримці фінансової стабільності й економічного зростання, а на майбутніх ризиках інфляції. Так, в Основних засадах на 2020 р. зазначається, що “під час формування припущень макроекономічного прогнозу та оцінювання ризиків Національний банк використовує консервативний підхід, надаючи пріоритетне значення проінфляційним факторам і ризикам”⁴. Аналогічне положення міститься й в Основних засадах на 2021 р.: “Незважаючи на низький поточний рівень інфляції, Національний банк приділятиме належну увагу проінфляційним ризикам, які історично превалювали та все ще залишаються актуальними”⁵.

Про індиферентність вітчизняної версії ІТ до економічного зростання неявно свідчить і часовий горизонт стабілізації інфляції. Так, в Основних засадах на 2021 р. зауважується, що він може сягати 1,5 року: “Рішення з монетарної політики... спрямовуватимуться на приведення інфляції до цілі 5 % на горизонті політики 9–18 місяців”⁶. Оскільки протягом усього цього часу увага НБУ має концентруватися навколо інфляції, а після її стабілізації – на ймовірних “проінфляційних ризи-

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2020-mt.pdf?v=4.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.

³ Там само.

⁴ Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2020-mt.pdf?v=4.

⁵ Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.

⁶ Там само.

ках”, зрозуміло, що до цільової підтримки економічного зростання в центрального банку ніколи “не дійдуть руки”.

Цей висновок підтверджують і ті положення Стратегії, що стосуються співпраці НБУ з Урядом України, адже в них така співпраця розглядається виключно з точки зору інфляційних чинників, оминаючи увагою участь монетарної й банківської політики у структурній розбудові держави та реалізації її інвестиційної стратегії. На нашу думку, така “структурна нейтральність” монетарної політики значною мірою пояснюється не лише особливостями вітчизняного ІТ, а й “структурною пасивністю” самого уряду, котрий, як видається, не вважає за потрібне брати на себе відповідальність за цільове впровадження структурних змін в економіці й, тим паче, відбудовувати для цього нові інституційні компетенції держави.

Така специфіка державної політики виглядає тим більш дивною, що впровадження ІТ в Україні почалося не лише після з’ясування всіх недоліків його жорсткої версії під час глобальної кризи 2008–2009 рр. і масового переходу до гнучкого ІТ, а й в умовах відкритої російської агресії, яка супроводжувалась анексією АР Крим та окупацією частини Донбасу. За цих умов логічним було б очікувати консолідації обмежених фінансових ресурсів країни для вирішення нагальних питань національної оборони. Усупереч цьому НБУ виступив прихильником (якщо не рушієм) валютної лібералізації, що передбачала зняття обмежень на виведення з країни дефіцитного капіталу. Так, в Основних засадах на 2021 р. зазначалося, що “Національний банк продовжить валютну лібералізацію до досягнення її кінцевої мети – скасування всіх наявних обмежень і переходу до режиму вільного руху капіталу. ... Водночас за виникнення загроз для фінансової та макроекономічної стабільності можливим є призупинення валютної лібералізації та/або введення заходів захисту. Утім, усвідомлюючи небажаність таких заходів для розвитку фінансового ринку та економіки України, Національний банк розглядатиме їх як засоби “останньої лінії оборони”¹.

В Основних засадах на 2022 р., які приймалися напередодні масштабного російського вторгнення, повторювалася та сама теза: “Національний банк продовжить валютну лібералізацію до досягнення її кінцевої мети – скасування всіх наявних обмежень і переходу до режиму вільного руху капіталу. Це стане підґрунтям для полегшення ведення бізнесу та поліпшення інвестиційного клімату в Україні, припливу іноземного капіталу, стійкого економічного зростання”².

Така прихильність до вільного руху капіталу видається тим більш незрозумілою, що НБУ усвідомлює його стійкий брак у країні, визнаючи, що “основними ризиками є припинення співпраці з МВФ”³. Це визнання також різко дисонує з по-

¹ Там само.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 13.09.2021. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2022-mt.pdf?v=4.

³ Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.

стулатом щодо незалежності НБУ – як у частині формулювання його монетарної політики, так і її наступної реалізації¹.

17.5. Окремі результати інфляційного таргетування в Україні

Незважаючи на відхід НБУ від режиму ІТ після 24 лютого 2022 р., аналіз його результатів є цілком логічним як із теоретичної, так і з практичної точок зору. Тим паче, що НБУ планує повернутися до ІТ після завершення війни².

Методологічні та організаційні новації. До очевидних переваг ІТ варто віднести початок упровадження в Україні монетарних правил. Встановлення чітких цілей і процедур НБУ щодо їх досягнення, а також налагодження регулярних комунікацій із бізнесом та населенням, у ході яких центральний банк пояснював свої дії, вигідно відрізнялося не лише від його попередньої практики, а й від досвіду інших державних інституцій. Безумовно, зрозумілість логіки, якої дотримується НБУ, не гарантує її беззаперечності, проте її наявність спрощує ведення бізнесу в частині прогнозування майбутніх дій регулятора. Це, вочевидь, знижує рівень регуляторної невизначеності, яка залишається відомою проблемою вітчизняної економіки.

Суто організаційне впорядкування внутрішньої роботи НБУ, завчасне оприлюднення графіків прийняття рішень із питань, що входять до його компетенції, проведення систематичних прес-конференцій із роз'яснення їх необхідності та сенсу не лише збагачує управлінський досвід вітчизняних державних інституцій, а й покращує культуру їх взаємодії із суспільством.

Інфляція. Оголошена у 2015 р. ціль зі зниження інфляції до 5 ± 1 % була досягнута в заздалегідь визначені терміни: наприкінці 2019 р. річний приріст споживчих цін було зменшено до 4,1 % (рис. 17.1). Попри нерівномірність процесу дезінфляції, НБУ продемонстрував свою безумовну відданість проголошеній цілі. Так, після стрімкого, майже 9-кратного падіння інфляції (із 60,9 % у квітні 2015 р. до 6,9 % в червні 2016 р.) її рівень почав знову зростати. У вересні 2017 р. він сягнув 16,5 %. На цьому тлі НБУ перервав цикл зниження облікової ставки й перейшов до її підвищення. Протягом усього цього часу регулятор не змінював ані цільового рівня інфляції, ані термінів її досягнення.

Після початку коронакризи, спровокованої пандемією COVID-19 і наступним локдауном, інфляція впала до 1,7 % (травень 2020 р.). Проте цей факт також не змінив цільових орієнтирів НБУ. Центральний банк не перейшов до зниження облікової ставки й тримав її незмінною, аж доки інфляція не зросла до 8,5 % в березні 2021 р. Після чого почався новий цикл підвищення ставки НБУ. Показово, що за-

¹ Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>; Стратегія монетарної політики Національного банку України : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4.

² Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 15.04.2022. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG-ml_2022.pdf?v=4.

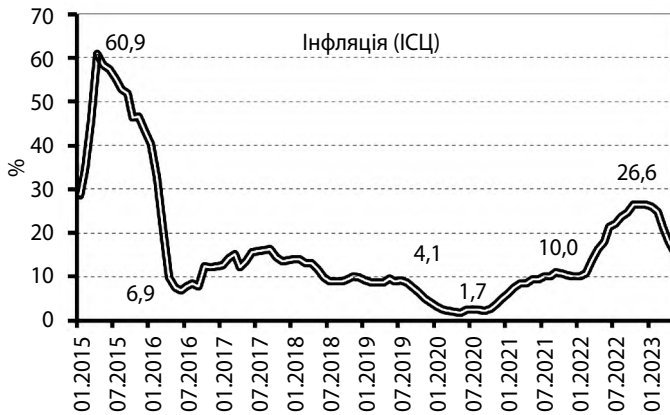


Рис. 17.1. Динаміка споживчої інфляції в розрахунку місяць до відповідного місяця попереднього року (у місячному розрізі) протягом 2015–2023 рр., %

Побудовано за даними Державної служба статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua/>).

значене відбувалося під час коронакризи, яка, по суті, могла перенести акцент монетарної політики з контролю над інфляцією до підтримки економічного зростання. Однак зазначене не змінило підходів НБУ до режиму ІТ у тій його версії, що не передбачає пошуку “раціонального балансу між стабільністю інфляції та стабільністю використання ресурсів”.

Економічне зростання. Згідно з базовими положеннями ІТ, який діяв в Україні, у разі збереження цільового рівня інфляції (5 ± 1 %) національна економіка має демонструвати потенційні темпи зростання (4 %). При цьому потенційні темпи визначаються як такі, що відповідають середньостроковій траєкторії¹. Водночас, оскільки цільова інфляція розглядається НБУ в ролі оптимальної, критерієм якої зазвичай виступає максимізація реального ВВП (Кораблін, 2005), потенційний (середньостроковий) темп у 4 % повинен де-факто збігатися з максимально можливим. Унаслідок цього взаємозв’язок інфляції та реального ВВП має бути нелінійним, а його графічна інтерпретація – нагадувати параболу, перегин якої відповідає точці максимального зростання (4 %) і оптимального рівня інфляції (5 %).

У 2016–2021 рр. взаємозв’язок реального ВВП та інфляції справді відповідав такому припущенню, тож його можна було апроксимувати параболою (рис. 17.2). Проте точка її фактичного перегину (оптимуму) не збігалася з тією, яку було закладено в нормативних документах НБУ, тобто 5 % (інфляція) та 4 % (зростання реального ВВП). Адже на практиці за рівнем інфляції 5 % в Україні спостерігалось не максимальне зростання ВВП (4 %), а мінімальне, що наближалось до нуля. При цьому бажаному (потенційному) темпу економічного зростання (4 %) відповідала

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2020-mt.pdf?v=4.

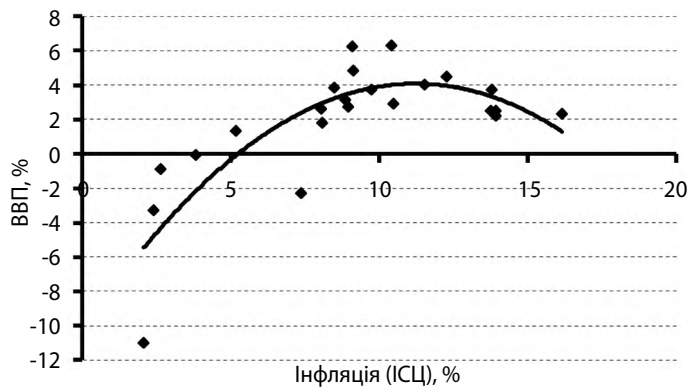


Рис. 17.2. Споживча інфляція та річні темпи приросту ВВП в Україні (у кварталному розрізі) протягом 2016–2021 рр., %

Побудовано за даними Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua/>).

інфляція, яка перебувала на рівні близько 10 %, тобто вдвічі більшому за цільовий рівень, передбачений Основними засадами і Стратегією монетарної політики.

Характерно, що обернено пропорційна залежність реального ВВП від інфляції починала проявлятися лише тоді, коли остання перевищувала 10 %. Коли ж інфляція була меншою, спрямованість зв'язку між нею й темпами приросту ВВП змінювалася на протилежну, тобто чим меншою була інфляція, тим нижчим ставало зростання реального ВВП. Причому спостерігався ледь не лінійний тренд, за яким зниження інфляції на 1 в. п. асоціювалося не зі зростанням, а з уповільненням приросту ВВП на 2,4 в. п.

За таких обставин намагання утримувати інфляцію на цільовому рівні 5 % мало блокувати економічне зростання. Зазначений висновок виглядає доволі незвичайно, адже він ставить під сумнів ключові параметри, закладені в основу монетарної політики. Так чи інакше, але графік, зображений на рис. 17.2, свідчить про те, що невіддале визначення цільової інфляції може заважати економічному зростанню. Не кажучи вже про максимізацію його темпів.

У разі коректності наведених висновків НБУ мав би підвищити цільовий рівень інфляції. Однак це суперечить ключовим положенням прийнятого ним ІТ, відповідно до яких інфляційна ціль може тільки зменшуватися. Таку жорсткість, у принципі, можна було пояснити складністю обставин, у котрих приймалося рішення про запровадження нового монетарного режиму. Водночас брак конструктивних дискусій із приводу його майбутніх параметрів явно не сприяв їх найбільш вдалому визначенню. У цьому сенсі низки зайвих суперечностей можна було б уникнути, передбачивши повільніший графік дезінфляції з дещо ширшим діапазоном допустимих відхилень фактичної інфляції від її цільового рівня.

Згадані деталі, очевидно, варто врахувати при визначенні контурів повоєнної монетарної політики. Адже спроби механічного відновлення жорсткої версії ІТ на-

вряд чи відповідатимуть вимогам часу. Тим паче, що відмова від неї на користь гнучкого ІТ відбулася ще 15 років тому через необхідність свідомого балансування щонайменше двох монетарних цілей – цінової стабільності й економічного зростання.

Ключова процентна ставка. Відмінною рисою монетарної політики НБУ у 2016–2021 рр. була не лише чітка спрямованість на досягнення однієї цілі, а й свідомий акцент на використанні одного (основного) інструменту, у ролі якого виступала процентна (облікова) ставка. У принципі, спроба її активізації цілком зрозуміла, тим більше що йшлося про звичайний інструмент центрального банку. Однак при цьому варто було зважати на те, що його ефективність у різних умовах є неоднаковою у зв'язку з її прямою залежністю від розвитку фінансового ринку та його глибини. Очевидно, що зростання цих параметрів призводить до одночасного підвищення дієвості процентної ставки. І навпаки, чим меншою є фінансова глибина й розвиненість фінансової системи, тим слабше вона реагує на зміни ставки центрального банку.

Україні, на жаль, притаманний саме другий варіант. Його докладний аналіз неодноразово наводився в низці вітчизняних досліджень, включаючи праці (Кораблін, 2017; Кораблін, 2021). Додатковим чинником різкого зниження чутливості національної економіки до ставки НБУ стало масове “банківське очищення”, яке збіглося в часі з упровадженням ІТ. Примусове виведення з ринку у 2014–2016 рр. більш ніж половини всіх банківських установ, прямі фіскальні втрати внаслідок якого становили 14 % ВВП, а загальні – 38 % ВВП¹, спричинило драматичне фінансове обміління. Зазначені збитки були, по суті, порівнянними з втратами України у 2022 р. (29,1 % ВВП), спровокованими цілеспрямованим знищенням її виробничого, інфраструктурного та людського капіталу під час війни.

Фінансова глибина після такого “очищення” впала до показників найбідніших економік світу, обтяжених надмірними зовнішніми боргами (Heavily Indebted Poor Countries, HIPC), за якими вони були не в змозі розрахуватися впродовж майже 40 останніх років. Так, рівень банківських кредитів, наданих приватному сектору України, знизився у 2019 р. до 22,8 % ВВП проти 59,8 % ВВП у 2015 р., а показник монетизації (відношення широких грошей до ВВП) – з понад 60 % до 36,2 % ВВП (Кораблін, 2021).

Якщо до “банкопаду” дієвість монетарного регулювання за допомогою лише ставки НБУ викликала очевидні сумніви, то після “банківського очищення” вона стала суто умоглядною. Попри це, центральний банк не поступився своїми намірами перетворити процентну ставку на основний інструмент монетарної політики.

Упродовж 2015–2023 рр. рівень процентної ставки змінювався відповідно до руху інфляції: від максимальних 30 % у 2015 р. до 6 % на початку коронакризи у 2020 р. і згодом до 25 % після різкого прискорення інфляції на тлі широкомасштабної війни, розпочатої у 2022 р. (рис. 17.3).

Попри наочну кореляцію динаміки цін і облікової ставки НБУ, остання була далеко не єдиним фактором, що визначав рівень інфляції. Зокрема, її рівень увесь цей

¹ “Банкопад” коштував економіці 38 % ВВП – голова Ради НБУ. 5 липня 2017. BBC. URL: <https://www.bbc.com/ukrainian/news-40507733>.

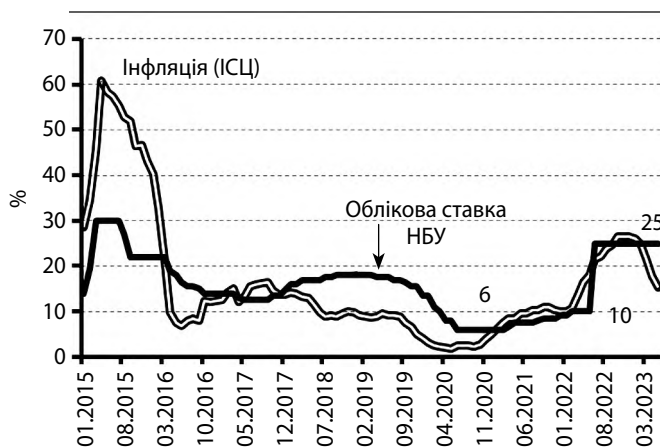


Рис. 17.3. Динаміка споживчої інфляції та облікової ставки НБУ
(у місячному розрізі) протягом 2015–2023 рр., %

Розраховано та побудовано за даними Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua/>) і Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

час перебував під значним впливом зовнішніх факторів. Так, стрімка дезінфляція у 2015–2016 рр. була великою мірою зумовлена зниженням зовнішньої кон'юнктури на українську сировину. Наступне ж її підвищення у 2017 р., навпаки, призвело до неочікуваного збільшення інфляції. У 2020 р. одночасне падіння виробництва й інфляції (до 1,7 %) відбулося на тлі локдауну, спричиненого COVID-19. Відновлення глобальної економіки наступного 2021 р. сприяло зростанню експортних цін, доходів та рівня інфляції (до 10 %). А подальше підвищення останнього у 2022 р. до 26,6 % було безпосередньо пов'язане з початком широкомасштабної війни проти України.

Подолання такої залежності від зовнішніх шоків вимагало глибоких і тривалих інституційних реформ. Проте їх реалізація сприймалася занадто спрощено, здебільшого так, як це вбачалося на початку 1990-х років, під час масового поширення ідей тотальної дерегуляції. Зокрема, у 2018 р. у Стратегії монетарної політики зазначалося, що до кінця 2019 р. уже будуть створені всі необхідні інституційні умови для успішного проведення монетарної політики в рамках повноцінного ІТ: "Основним монетарним інструментом і операційним орієнтиром за такого монетарного режиму є ключова (облікова) процентна ставка"¹.

На практиці її ефективність проявляється в здатності підтримувати бажаний рівень не лише інфляції, а й економічного зростання шляхом збільшення банківського кредитування. В Україні останній ефект під час застосування ІТ був переважно стримуючим. Про це, зокрема, свідчить графік, який відображає зміну облікової ставки НБУ та банківських кредитів, наданих резидентам (рис. 17.4). Останні

¹ Стратегія монетарної політики Національного банку України : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4.

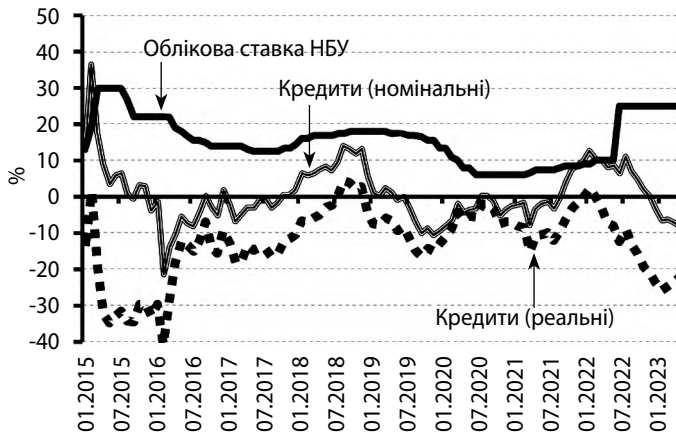


Рис. 17.4. Облікова ставка НБУ та річні темпи приросту кредитів, наданих резидентам (у місячному розрізі) протягом 2015–2023 рр., %

Розраховано та побудовано за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

представлені на графіку річними темпами приросту кредитів у номінальному й реальному (з урахуванням інфляції) обчисленні.

Під час застосування ІТ (2016–2021 рр.) спостерігалось фактично два епізоди нетривалого збільшення кредитів, наданих резидентам, – у 2018 р. і наприкінці 2021 р. – на початку 2022 р. Показово, що їх зростання в окремі моменти навіть перевищувало рівень інфляції, унаслідок чого кредитні портфелі резидентів збільшувалися не лише в номінальному, а й у реальному обчисленні. Проте за таких епізодів НБУ щоразу переходив до підвищення облікової ставки. Це робилося для утримання інфляції в її цільових межах, що цілком відповідало нормативним положенням центрального банку й принципам жорсткого ІТ, які не передбачали пошуків компромісу між інфляцією та економічним зростанням.

Доларизація. Упроваджуючи ІТ, НБУ зазначав, що його окремих завданням повинна стати “поступова переорієнтація уваги громадськості з коливань обмінного курсу на рівень інфляції”¹. Реалізація таких планів мала б ґрунтуватися на зниженні доларизації, оскільки чим меншим є вплив іноземної валюти на економічні відносини, тим слабше вони реагують на коливання обмінного курсу.

Не торкаючись того, наскільки НБУ вдалося відвернути увагу суспільства від валютного курсу, варто, проте, зауважити, що за окремими показниками рівень доларизації в Україні справді знизився. Це, зокрема, спостерігалось у валютній структурі депозитного й кредитного портфелів резидентів. Так, рівень доларизації депозитного портфеля резидентів знизився протягом 2016–2021 рр. із 46,9 до 32,4 %, а

¹ Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постановою Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

кредитного – з 57 до 28,9 %, тобто фактично вдвічі (рис. 17.5). У 2022–2023 рр. цей процес зі зрозумілих причин дещо загальмувався. Однак і після зниження доларизації вказаних портфельів її рівень залишається порівняним із тим, що спостерігався ще до глобальної кризи 2008–2009 рр. Це ніби свідчить про циклічні сплески й падіння доларизації в Україні. Однак сам по собі факт її зниження треба вважати позитивним і таким, що підвищує дієвість монетарної політики.

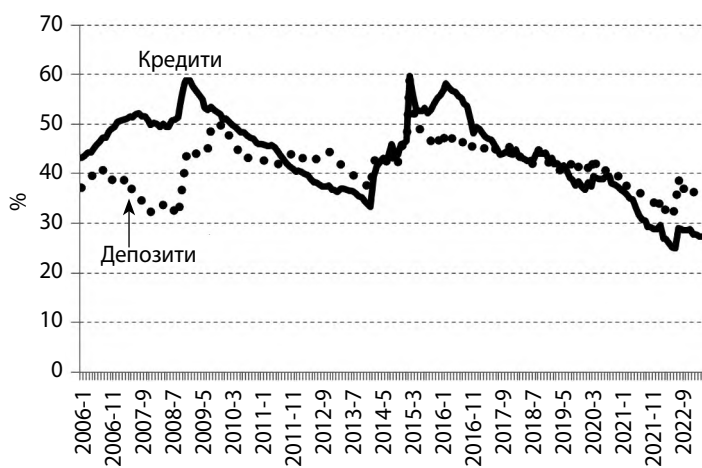


Рис. 17.5. Доларизація депозитного та кредитного портфельів резидентів
(у місячному розрізі) протягом 2015–2023 рр., %

Розраховано та побудовано за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

Водночас більш прискіпливий аналіз кредитних відносин свідчить про те, що рівень доларизації національної економіки є значно вищим, а її залежність від коливань обмінного курсу – набагато більшою. Так, якщо розглядати фінансування вітчизняного бізнесу, то воно здійснюється за рахунок не тільки внутрішніх джерел. На рис. 17.6 відображено квартальну динаміку зовнішньої заборгованості й заборгованості за (внутрішніми) банківськими кредитами резидентів¹.

Не вдаючись до аналізу зв'язків між рухом внутрішніх і зовнішніх фінансових потоків, можна констатувати, що протягом 2006–2013 рр. обсяги зовнішнього й внутрішнього боргу українського бізнесу були приблизно однаковими. Але навіть за таким борговим балансом загальне фінансування вітчизняного бізнесу критично залежало від валютної складової, а отже, й курсової динаміки гривні. З 2014 р. приватний зовнішній борг почав істотно перевищувати борг за банківськими кредитами. Так, упродовж 2016–2023 рр. розрив між ними становив від 60 до 140 %. Тобто в окремі періоди застосування ІТ приватний зовнішній борг перевищував

¹ Для спрощення не враховується той факт, що резидентами є не лише представники приватного бізнесу. Це свідоме припущення не впливає на загальні висновки цього аналізу.

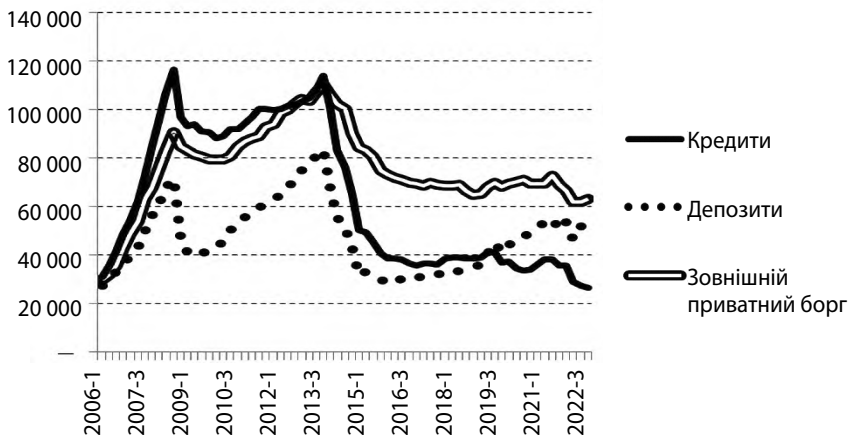


Рис. 17.6. Зовнішній приватний борг, депозитний і кредитний портфелі резидентів (у доларовому еквіваленті) протягом 2015–2023 рр., млрд дол. США

Розраховано та побудовано за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

внутрішній удвічі. Враховуючи спекулятивний суверенний рейтинг країни та обраний НБУ курс на валютну лібералізацію й свободу виведення капіталу, можна лише здогадуватися, для якої частини фінансових потоків облікова ставка могла відігравати вирішальну роль.

Причини стійкого домінування зовнішнього фінансування в той час були доволі очевидними: початок війни проти України, глибока девальвація гривні, криза 2014–2015 рр., “банківське очищення”, масове переміщення національного капіталу до офшорних юрисдикцій, його подальше самофінансування звідти під виглядом різномірних іноземних кредитів. Наступні події – коронакриза й валютна лібералізація – лише закріпили значущість офшорного фінансування. При цьому загальний обсяг приватного зовнішнього боргу й кредитного боргу резидентів впав упродовж 2014–2021 рр. майже вдвічі, з 207 млрд до 110 млрд дол. США.

За таких обставин переорієнтація суспільної уваги з обмінного курсу на інфляцію була відверто нереалістичною. Тим паче, що близько третини внутрішніх банківських кредитів також було номіновано у валюті, а гривня перебувала під стійким девальваційним тиском, унаслідок чого впродовж усього часу застосування ІТ Україна потребувала стабілізаційних кредитів МВФ. Так, у 2016–2021 рр. вона їх отримувала за програмами “Extended Fund Facility” (2015–2018 рр.), “Stand-by” (2018–2020 та 2020–2022 рр.). При цьому кожна з них починалася буквально наступного дня після завершення попередньої програми або взагалі до планованої дати її закінчення (International Monetary Fund, 2023), а НБУ вважав припинення співпраці з МВФ одним з основних ризиків¹.

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.

Якщо за 20 років (1995–2014 рр.) обсяг фінансування України з боку МВФ становив 13,7 млрд СПЗ, то в межах трьох зазначених програм (2015–2022 рр.) – 9,2 млрд СПЗ. Характерно, що в умовах ІТ фактична вибірка затвердженого фінансування за програмами МВФ (49 %) була більшою, ніж під час фіксації валютного курсу гривні (40,2 %) (International Monetary Fund, 2023). За таких умов стабілізація інфляції вимагала не плаваючого обмінного курсу, а жорсткого обмеження девальваційного тиску на гривню. Адже курсова еластичність споживчої інфляції у 2016–2020 рр. оцінювалася на рівні близько -0,5. Це означало, що а) курсове знецінення гривні на 1 в. п. спричиняло зростання інфляції на 0,5 в. п.; б) для досягнення цільової інфляції (5 %) девальвація гривні не повинна була перевищувати 10 % (Кораблін, 2021). У разі ж її курсового знецінення понад 12 % інфляція могла взагалі не ввійти до цільового діапазону 5 ± 1 %. Лібералізація виведення капіталу за таких умов лише ускладнювала ситуацію – не тільки через підтримку валютних дефіцитів, які не можна було нівелювати шляхом девальвації гривні, а й через помилковий напрям валютної політики.

17.6. Монетарні та валютні режими: поточна міжнародна практика

Упровадження ІТ в Україні потребувало обґрунтування щонайменше трьох ключових положень: по-перше, доведення переваг і необхідності застосування саме цього монетарного режиму; по-друге, обґрунтування доцільності застосування плаваючого валютного режиму; по-третє, доведення необхідності одночасного проведення валютної лібералізації, тобто переходу до режиму вільного руху капіталу.

Стосовно першої з цих ініційованих змін НБУ, зокрема, зазначав: “в економічній літературі існує усталений консенсус, що центральний банк може сприяти стійкому економічному зростанню шляхом утримання низької і стабільної інфляції”. Крім того, наголошувалося, що “режим ІТ був успішно запроваджений і випробуваний у багатьох розвинених країнах і країнах з ринками, що розвиваються, для створення середовища з низькою та стабільною інфляцією”. У частині переходу до плаваючого валютного режиму, серед іншого, зауважувалося таке: “Україна як мала відкрита економіка залишатиметься вразливою до зовнішніх шоків. У цих умовах коливання номінального обмінного курсу мають слугувати основним буфером від впливу зазначених шоків”¹.

Щодо “переходу до режиму вільного руху капіталу” зазначалося, що Національний банк розглядатиме призупинення валютної лібералізації та/або введення заходів захисту як засобів “останньої лінії оборони”².

Оскільки у 2015 р. НБУ публічно ініціював паралельні зміни як у грошово-кредитній, так і у валютно-курсовій політиці, остільки вони збігались у часі. Проте на

¹ Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

² Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.

практиці це не означає, що плаваючий валютний режим та режим вільного руху капіталу є іманентними рисами монетарного режиму ІТ. Усі ці режими можуть варіювати між собою залежно від потреб конкретної економіки, її конкурентоспроможності й загального глобального контексту. Принаймні саме про це свідчить міжнародна практика.

При цьому світовий досвід вказує не лише на розмаїття монетарних і валютних режимів. Він також не містить жодних ознак того, що ІТ є ключовим монетарним режимом сучасності, а курсове плавання – її основним курсовим режимом. Більше того, наявна статистика МВФ свідчить про те, що поряд із ними існують інші, навіть поширеніші монетарні й валютні режими.

Так, останні дані МВФ, що узагальнюють світову монетарну та валютну практику, свідчать, що у 2021 р. режиму ІТ дотримувалися 45 країн. Водночас у 148 країнах застосовувались абсолютні інші монетарні режими: 80 країн у ролі монетарного якоря використовували прив'язку своїх національних валют до інших валют світу (таргетування валютного курсу), 25 країн – таргетування монетарних агрегатів, а решта 43 країни – взагалі інші монетарні режими (табл. 17.1).

Таблиця 17.1

Застосування монетарних режимів за класифікацією МВФ у 2021 р.

Монетарний режим	Кількість країн
Прив'язка до іноземної валюти	80
Долар США	37
Євро	26
Валютний композит	8
Інші валюти-прив'язки	9
Таргетування монетарних агрегатів	25
Таргетування інфляції	45
Інші монетарні режими	43
Усього	193

Складено за: (International Monetary Fund, 2022, с. 10).

Уже сам факт того, що понад 75 % усіх країн, обстежених МВФ, обрали як найбільш прийнятний інший монетарний режим, тобто не ІТ, вартий серйозного аналізу. Тим паче, що, попри твердження про неефективність режимів валютної прив'язки, кількість країн, які їх використовують, у 1,8 раза перевищує чисельність тих, що впровадили режим ІТ.

Зрозуміло, що самі по собі ці співвідношення не можуть слугувати причиною ні обрання того чи іншого монетарного режиму, ні, зокрема, упровадження ІТ, ні відмови від нього. Проте вони також не дають жодних підстав вважати цей монетарний режим єдиним дієвим у світі, не кажучи вже про його виключну ефективність для

умов України. Отже, найелементарніша міжнародна статистика не лише не містить практичного підґрунтя для пояснення особливостей монетарної політики України напередодні війни, а навіть порушує резонне питання щодо наявності аргументів вибору нею тріади “ІТ – курсове плавання – вільний рух капіталу”.

Насправді дані МВФ свідчать про широку палітру численних монетарних режимів та необхідність ґрунтовного аналізу всіх їхніх недоліків і переваг під час вибору тих із них, які найбільш гармонічно вписуються в умови національної економіки. Крім того, міжнародна статистика піддає сумніву ідею про можливість “сприяння стійкому економічному зростанню шляхом утримання низької і стабільної інфляції” виключно в межах режиму ІТ.

Такі висновки видаються більш ніж логічними при аналізі структури монетарних режимів, застосованих центральними банками світу (рис. 17.7). Адже у 2021 р. частка ІТ становила 23,3 %, тобто була незрівнянно меншою, ніж частка монетарних режимів, що базувалися на таргетуванні валютного курсу (прив’язці власних грошових одиниць до іноземних валют), яка дорівнювала 41,5 %. Більше того, частка країн, що дотримувались інших монетарних режимів (22,3 %), лише на 1 в. п. поступалася частці країн, які застосовували ІТ. Таким чином, єдиним монетарним режимом, що справді програвав ІТ за поширеністю застосування, було таргетування монетарних агрегатів (13 %). Однак, оскільки до 25 країн, які за оцінками МВФ дотримуються саме цього монетарного режиму, належить і друга економіка світу – китайська, цей режим та досвід його застосування навряд чи заслуговують на автоматичну неповагу.

Не менш цікавим є й той факт, що конфігурацію, яку до початку широкомасштабної війни застосовувала Україна (монетарний режим – ІТ, валютний режим – курсове плавання), у світі використовують лише 36 країн, або 18,7 % загальної кількості країн, за якими є дані МВФ. При цьому 25 країн поєднують ІТ із плаваючим валютним курсом, а саме: Албанія, Вірменія, Бразилія, Колумбія, Грузія, Угорщина, Ісландія, Індія, Індонезія, Ізраїль, Ямайка, Казахстан, Корея, Молдова, Нова Зеландія, Парагвай, Перу, Сейшельські острови, Шрі-Ланка, ПАР, Таїланд, Туреччина, Уганда, Україна та Уругвай. Окрім того, ще 11 країн практикують ІТ із вільно плава-

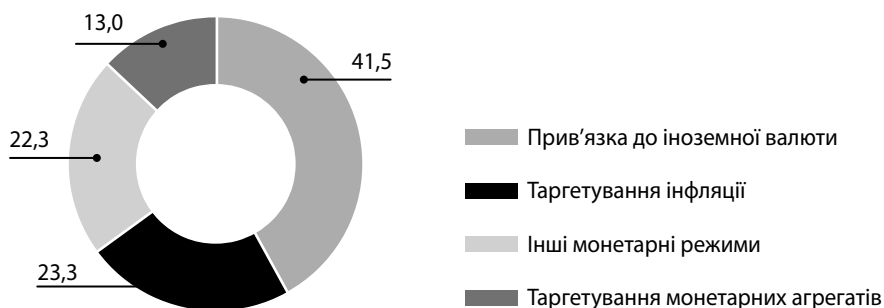


Рис. 17.7. Основні монетарні режими: структура їх застосування за класифікацією МВФ станом на 2021 р., %

Розраховано та побудовано за: (International Monetary Fund, 2022, с. 10).

ючим курсом своїх національних валют. До цієї групи належать Австралія, Канада, Чилі, Чехія, Японія, Мексика, Норвегія, Польща, РФ, Швеція й Велика Британія.

Усі інші країни, а саме 81,3 % загального обсягу обстежуваних МВФ, застосовують інші типи поєднання монетарних і валютних режимів. Причому до їх числа належать і країни, які дотримуються ІТ, але не вважають за доцільне поєднувати його з курсовим плаванням власних національних валют.

До групи країн, що у 2021 р. застосовували ІТ, при цьому віддаючи перевагу контрольованій динаміці курсу валют, входять, зокрема, Коста-Ріка, Домініканська Республіка, Філіппіни, Румунія, Узбекистан і Гана. За класифікацією МВФ, центральні банки зазначених країн використовували валютний режим “на кшталт повзучої прив’язки”. Окремої уваги вартий той факт, що дві з цих країн мають суверенні рейтинги інвестиційного рівня. Це Філіппіни (BBB+, за класифікацією Standard&Poor’s) та Румунія (BBB-). Показово, що рейтинги України ніколи не сягали інвестиційних значень – ані до, ані після впровадження ІТ. Її історично максимальний рейтинг (BB-, за шкалою Standard&Poor’s) поступається поточному рейтингу Домініканської Республіки (BB) і дорівнює рейтингу Узбекистану (BB-).

У цьому контексті не менш показовим є приклад Швейцарії, яка, за класифікацією МВФ, дотримується не плаваючого валютного режиму, а режиму “на кшталт повзучої прив’язки”. Причому монетарний режим цієї країни класифікується МВФ як “інший монетарний режим”.

Як уже зазначалося, у структурі монетарних режимів частота застосування інших монетарних режимів (22,3 %) поступалась у 2021 р. частці ІТ (23,3 %) лише на 1 в. п. При цьому до країн з іншим монетарним режимом належали такі, як Сомалі, США, Австрія, Бельгія, Кіпр, Естонія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Ірландія, Італія, Латвія, Литва, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Португалія, Словаччина, Словенія, Іспанія. Центральні банки всіх цих країн дотримувалися вільно плаваючих валютних режимів. Маврикій, Малайзія та Пакистан використовували плаваючі валютні режими, однак їхні національні валюти перебували в “контрольованому” плаванні, тобто не у вільному. Причому ці три країни теж застосовували аж ніяк не ІТ, а інші монетарні режими.

Наведені приклади наочно свідчать про існування в глобальній економіці багатого розмаїття практичних конфігурацій монетарних і валютних режимів. Поєднання в цьому сенсі двох режимів “монетарного – ІТ” та “валютного – плаваючого” не є ні загальним правилом, ні навіть найпоширенішою практикою, адже стосується тільки 36 країн, або 18,7 % всіх досліджуваних МВФ випадків. Тимчасом як решта 81,3 % припадає на інші конфігурації монетарних і валютних режимів. А враховуючи те, що МВФ здійснює свою класифікацію на основі визначення національних режимів де-юре, не де-факто, кількість країн, які паралельно застосовують ІТ та плаваючі валютні режими, насправді є меншою. Наочним прикладом цього може слугувати Україна. Адже віднесення впроваджуваного нею у 2021 р. валютного режиму до плаваючого є скоріше наслідком її офіційних декларацій, ніж фактом реальної практики. Як уже зазначалось, Україна з 2014 р. щороку потребує екстре-

ної валютної допомоги з боку МВФ, єдиною ціллю якої є стабілізація обмінного курсу гривні. Одним із красномовних свідчень цього виступають прогнозні розрахунки фахівців МВФ, за якими кожна чергова фінансова програма з Україною має завершуватися стабілізацією номінального курсу гривні до долара США на певному незмінному рівні. Саме такий результат разом з урівноваженням платіжного балансу України й накопиченням нею відповідного обсягу міжнародних резервів слугує критерієм ефективності фінансової допомоги МВФ.

Узагальнюючи викладене, варто визнати, що будь-яка країна, котра отримує стабілізаційне фінансування від МВФ, не може розглядатись як така, що має плаваючий валютний режим. Оскільки головною метою валютної підтримки МВФ є стабілізація обмінних курсів країн-учасниць, остільки сама суть його фінансової допомоги полягає в мінімізації курсових коливань валют країн-реципієнтів. Зважаючи на це, валютні режими зазначених країн цілком логічно розглядати в ролі “стабілізаційних”, тобто таких, котрі передбачають якщо не фіксацію обмінних курсів країн-одержувачів допомоги МВФ, то хоча б досягнення обмеженого діапазону їх допустимих коливань.

Це, а також очевидний факт застосування режимів валютної прив'язки дає змогу порушити питання щодо режиму валютного контролю. Адже аргументи стосовно відмови від нього на користь вільного руху капіталу зазвичай ґрунтуються на особливостях режиму ІТ та нібито неможливості його поєднання з контролем за транскордонним рухом іноземної валюти.

Вказані погляди походять із “трилеми неможливості” (impossible trinity), сформульованої Р. Манделлом (1963). Проте в оригіналі цієї трилеми слушно йшлося про те, що *за умов вільного руху капіталу*, який її автор спостерігав між Канадою і США, менша за розміром економіка Канади не могла одночасно фіксувати курс свого долара та вільно регулювати обсяг його пропозиції. Тобто в разі встановлення контролю за рухом капіталу таких проблем не існувало б, як не з'явилося б і приводу для виникнення самої трилеми. Ця її особливість уже неодноразово відзначалась у літературі, зокрема в працях М. Обстфельда, Дж. Шамбауха та А. Тейлора (2017), Г. Бекаерта й А. Меля (2017), Е. Фарі та І. Вернінга (2014), Є. О. Бублика (2020, с. 220–222), а також С. О. Корабліна (2021).

За таких умов вибір НБУ своєї цільової установки у вигляді режиму вільного руху капіталу мав б дістати спеціальне обґрунтування. Тим паче, що повернення до неї й надалі розглядається регулятором як невід'ємна складова відновлення режиму ІТ після завершення війни та скасування в країні воєнного стану.

17.7. Монетарні та валютні режими: довгострокова динаміка

Згідно зі статистикою МВФ, протягом 2008–2021 рр. частка країн, чиї монетарні режими базувалися на прив'язці до долара США, скоротилася з 33 до 19,2 %, тобто на 13,8 в. п. Частка євро в ролі монетарного якоря за цей час зменшилася на 0,9 в. п., із 14,4 до 13,5 %. Натомість частка монетарних режимів, які базувалися на прив'язці до інших валют, збільшилася на 1 в. п., з 3,1 до 4,1 %. Нарешті, частка країн, що прив'язували свої грошові одиниці до композиту іноземних валют, знизилася на 3,9 в. п., з 8 до 4,1 % (табл. 17.2).

Таблиця 17.2

**Монетарні режими та валюти-прив'язки у 2008–2021 рр.,
% загальної кількості країн, обстежуваних МВФ**

Рік	Долар США	Євро	Валютний композит	Інші валюти	Монетарні агрегати	Інфляційне таргетування	Інші режими
2008	33,0	14,4	8,0	3,7	11,7	22,9	6,4
2009	28,7	14,4	7,4	4,3	13,3	15,4	16,5
2010	26,5	14,8	7,9	3,7	13,2	16,4	17,5
2011	25,3	14,2	7,4	4,2	15,3	16,3	17,4
2012	22,6	14,2	6,8	4,2	15,3	16,8	20,0
2013	23,0	14,1	6,8	4,2	13,6	17,8	20,4
2014	22,5	13,6	6,3	4,2	13,1	17,8	22,5
2015	22,0	13,1	6,3	4,2	13,1	18,8	22,5
2016	20,3	13,0	4,7	4,7	12,5	19,8	25,0
2017	20,3	13,0	4,7	4,7	12,5	20,8	24,0
2018	19,8	13,0	4,7	4,7	12,5	21,4	24,0
2019	19,8	13,0	4,2	4,7	13,5	21,4	23,4
2020	19,8	13,0	4,2	4,7	11,5	22,4	24,5
2021	19,2	13,5	4,1	4,7	13,0	23,3	22,3
Зміна	-13,8	-0,9	-3,9	1,0	1,3	0,4	15,9

Розраховано та складено за (International Monetary Fund, 2022, с. 8; International Monetary Fund, 2022, с. 13).

Частка країн, які у 2008–2021 рр. таргетували монетарні агрегати, зросла на 1,3 в. п., з 11,7 до 13 %. Хоч як дивно, але, попри широку популярність ІТ напередодні глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр., частка країн, що дотримуються цього монетарного режиму, зросла після 2008 р. лише на 0,4 в. п., з 22,9 до 23,3 %. Тобто частка країн – прихильниць ІТ у глобальній структурі монетарних режимів майже не змінилася. Де реально відбулися глибокі зміни, так це в застосуванні інших монетарних режимів: частка країн, які їх дотримуються, підвищилася із 6,4 % у 2008 р. до 22,3 % у 2021 р., або на 15,9 в. п.

Проте цьому факту не приділяється достатня увага. І це дуже дивно, особливо з огляду на те, що до переліку країн, які виходять за межі простого таргетування цінової стабільності, входять такі провідні держави світу, як США, Швейцарія, країни-члени Європейського монетарного союзу (зони євро). Аналіз щорічних змін у структурі монетарних режимів упродовж 2008–2021 рр. дає змогу певним чином пояснити підстави цих трансформацій, а також зробити висновки щодо логіки їх часових трендів.

Так, частка країн, що базували свої монетарні режими на прив'язці до інших валют (таргетування валютного курсу), зменшилася протягом 2008–2021 рр. із 59,1 до 41,5 %, тобто на 17,6 в. п. (рис. 17.8). Це справді істотне скорочення відбувалося на тлі низки глобальних змін. По-перше, відхід від використання валютного якоря в ролі ключового монетарного елементу почався задовго до аналізованого періоду. Цей процес, по суті, було запущено в 1970-х роках у момент розпаду Бреттон-Вудської системи. По-друге, азійська криза 1997–1998 рр. підвела своєрідну риску під спробами поєднати переваги фіксованих валютних курсів із глобальною лібералізацією транскордонного руху капіталу. Оскільки остання була одним із базових елементів неоліберального мейнстріму 1990-х років, відмова від валютних якорів розглядалась як вимога та знамення часу.

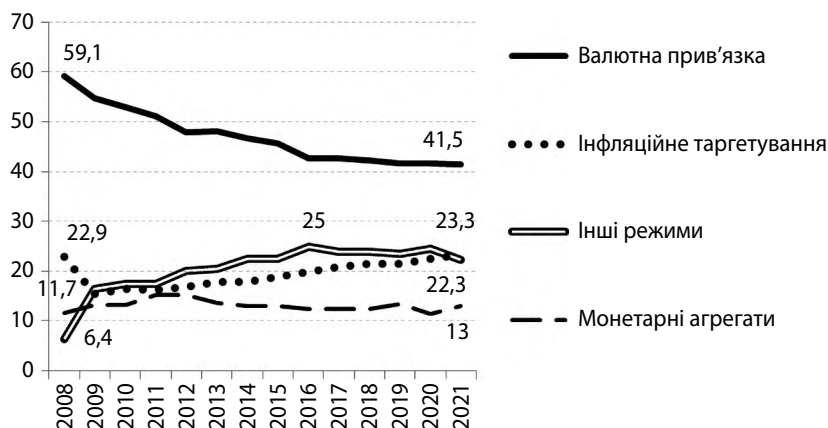


Рис. 17.8. Основні монетарні режими: динаміка структури глобального використання протягом 2008–2021 рр., %

Розраховано та побудовано за: (International Monetary Fund, 2014, с. 8; International Monetary Fund, 2022, с. 13).

Особливий вплив на поширення відповідних поглядів мали міжнародні фінансові організації за провідної ролі МВФ. Як більш дієва альтернатива валютного якоря ними розглядався й пропагувався режим ІТ. У цьому був певний сенс, оскільки утримувати фіксований курс за вільних транскордонних валютних потоків було доволі складно. Крім того, гнучке курсоутворення розглядалося в ролі майже ідеальної протидії некерованим припливам і відпливам іноземної валюти. Причому чим вищою була ймовірність таких валютних хвиль, тим бажанішим вважався плаваючий валютний режим. При цьому як окрема перевага ІТ розглядалася можливість автономного контролю над інфляцією, неконтрольована динаміка якої з часів стагфляції вважалася ключовою проблемою не лише всієї монетарної сфери, а й узагалі економічної динаміки будь-якої країни.

Проте глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. відзначилася не сплеском інфляції, а, навпаки, її падінням, яке сталося одночасно зі скороченням обсягів виробництва. Унаслідок цього налаштований на боротьбу з інфляцією монетарний режим ІТ виявився непотрібним через його безцільність в умовах падіння цін. Виникнення “нової нормальності” змусило центральні банки боротися не з підвищенням інфляції, а з причинами, що його унеможливлювали. За цих умов, а також на тлі глибокої економічної кризи сама по собі ідея ІТ миттєво втратила свою нещодавню актуальність. Частка країн, які дотримувалися цього режиму, знизилася з 22,9 % у 2008 р. до 15,4 % у 2009 р., або на 7,5 в. п. (див. рис. 17.8).

Компенсаторними за таких обставин стали інші монетарні режими, частка яких у глобальній структурі за один рік зросла на 10,1 в. п., із 6,4 % у 2008 р. до 16,5 % у 2009 р. Саме тоді з’ясувалося, що центральні банки мають разом з урядами прямо, а не опосередковано опікуватися не лише контролем над інфляцією, а й фінансовою стабільністю, зайнятістю та економічним зростанням.

Визнання цього факту привело до появи “нетрадиційної монетарної політики”, яка через вимушене використання провідними центральними банками світу (ФРС США, Європейським центральним банком, Банком Англії, Банком Японії, Національним банком Швейцарії) стала невід’ємною складовою сучасної монетарної політики. На цьому тлі зростання частки країн, що відійшли від “одномірної” монетарної політики на користь застосування складніших (інших) монетарних режимів, випереджало відновлювану динаміку країн-прихильниць ІТ аж до 2021 р.

Таке тривале переважання інших монетарних режимів над ІТ пояснювалося складністю економічного й фінансового відновлення після глобальної кризи 2008–2009 рр., а також спалахом у 2020 р. коронакризи, спровокованої пандемією COVID-19. Протистояння їй обумовило глобальну потребу в черговому застосуванні засобів “нетрадиційної монетарної політики”, опанованих під час кризи 2008–2009 рр.

Основним монетарним режимом, який стійко втрачав свою вагу під час усіх цих пертурбацій, було таргетування валютного курсу (валютна прив’язка). Зазначене можна було пояснити високою курсовою волатильністю ключових резервних валют світу, що особливо гостро проявилось під час розгортання так званих валютних воєн; економічними, фінансовими, валютними, бюджетними й курсовими проблемами багатьох країн світу за глобальної кризи 2008–2009 рр.; їхніми зверненнями до міжнародних фінансових організацій по допомогу; свідомим тиском останніх на країни-позичальниці щодо їх переходу від таргетування валютних курсів до ІТ.

Цікавим на цьому тлі виглядає зростання частки країн, які у своїй грошово-кредитній політиці таргетують монетарні агрегати. Їхня частка між 2008 і 2021 рр. збільшилася на 1,3 в. п., з 11,7 до 13 %. Причому під час виходу з кризи 2008–2009 рр. вона сягала 15,3 % (2011–2012 рр.), поступаючись лише на 1,0–1,5 в. п. частці країн, що дотримувалися тоді режиму ІТ (16,3 та 16,8 % відповідно). Відсутність будь-якого очевидного тренду щодо зниження частки країн, які таргетують монетарні агрегати, свідчить про збереження затребуваності цього монетарного режиму. Це

виглядає доволі показовим, тим паче, що його дотримується й китайська економіка – друга за розміром у світі.

Наведене свідчить про досить значну плинність глобальної структури монетарних режимів. Вона постійно трансформується відповідно до ключових змін у світовій економіці. Визначити найефективніший монетарний режим за цих умов не можна, оскільки національні ризики й можливості в кожному окремому випадку різняться, маючи власну специфіку. Через це послідовна “міграція” країн між різними монетарними режимами є наслідком їх особистого пристосування до найактуальніших викликів. Тиск “монетарної моди” й міжнародних фінансових організацій, що її визначають та впроваджують у країнах-реципієнтах своєї фінансової й технічної допомоги, може бути визначальним на певних проміжках часу. Проте зміна глобального економічного та фінансового контексту врешті-решт призводить до появи нових монетарних трендів, які трансформують міжнародні уподобання на користь застосування більш дієвих і адаптованих під поточні потреби моделей монетарного регулювання.

Багата палітра монетарних режимів та мінливість її глобальних контурів порушують природне питання щодо практики одночасного використання валютних режимів, тим паче, що в Україні їх широкий спектр напередодні широкомасштабної війни було безальтернативно зведено до плаваючого режиму як найефективнішого режиму курсової політики. Однак аналіз довгострокових змін у глобальному застосуванні різних видів валютних режимів свідчить, що така безваріантність є занадто жорсткою, принаймні з точки зору міжнародної практики. Тому валютно-курсний вибір України, якого вона дотримувалася до початку широкомасштабної війни, за великим рахунком, потребував ретельнішого обґрунтування.

За даними МВФ, частка країн, що впродовж 2013–2021 рр. використовували жорстку прив’язку в ролі свого валютного якоря, майже не змінилася, зменшившись лише на 0,1 в. п., з 13,1 до 13 %. При цьому частка країн, які не мали власної валюти, збільшилася на 0,5 в. п., із 6,8 до 7,3 %. Водночас частка країн, що дотримувалися режиму “валютної ради” (currency board), знизилась із 6,3 до 5,7 %, або на 0,6 в. п. (табл. 17.3). Це скорочення, а також ступінь затребуваності жорстких режимів фіксації валютних курсів свідчить про істотне зменшення глобального інтересу до них, що різко контрастує зі сподіваннями, які на покладалися на фіксовані валютні режими в другій половині 1990-х років, особливо під час розгортання азійської кризи.

На цьому тлі режими м’якої прив’язки демонструють значно більший ступінь міжнародної затребуваності. Так, частка країн, які їх дотримувалися, зросла протягом 2013–2021 рр. на 4,8 в. п., із 42,9 до 47,7 %. Іншими словами, майже половина всіх країн світу надають сьогодні перевагу не жорстким і плаваючим валютним режимам, а саме режимам м’якої прив’язки. Тобто, попри нещодавнє масоване пропагування плаваючих валютних режимів як таких, що найкраще відповідають реаліям світової економіки, найбільш затребуваними залишаються режими м’якої прив’язки.

Таблиця 17.3

**Застосування валютних режимів у країнах, обстежуваних МВФ,
протягом 2013–2021 рр., % загальної кількості країн**

Валютний режим	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Зміна
Жорстка прив'язка	13,1	13,1	12,6	13	12,5	12,5	12,5	12,5	13,0	-0,1
Без власної валюти	6,8	6,8	6,8	7,3	6,8	6,8	6,8	6,8	7,3	0,5
Валютна рада (currency board)	6,3	6,3	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	-0,6
М'яка прив'язка	42,9	43,5	47,1	39,6	42,2	46,4	46,4	46,9	47,7	4,8
Звичайна прив'язка	23,6	23	23	22,9	22,4	22,4	21,9	21,4	20,7	-2,9
Стабілізаційний режим	9,9	11	11,5	9,4	12,5	14,1	13,0	12,0	12,4	2,5
Повзуча прив'язка	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	0,6
Прив'язка на кшталт повзучої прив'язки	7,9	7,9	10,5	5,2	5,2	7,8	9,4	12,0	12,4	4,5
Прив'язка з горизонтальним коридором	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,5	0,0
Плаваючий режим	34,0	34,0	35,1	37,0	35,9	34,4	34,4	32,8	33,2	-0,8
Плаваючий	18,3	18,8	19,4	20,8	19,8	18,2	18,2	16,7	16,6	-1,7
Вільно плаваючий	15,7	15,2	15,7	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,6	0,9
Інші режими	9,9	9,4	5,2	10,4	9,4	6,8	6,8	7,8	6,2	-3,7
<i>Довідково</i>										
Режими з валютною прив'язкою	56	56,6	59,7	52,6	54,7	58,9	58,9	59,4	60,7	4,7

Складено за: (International Monetary Fund, 2022, с. 9).

При цьому найпоширенішою є звичайна валютна прив'язка, хоч її частка впродовж 2013–2021 рр. і скоротилася на 2,9 в. п., з 23,6 до 20,7 %. Одночасне збільшення (на 2,5 в. п., з 9,9 до 12,4 %) частки країн, чия валюта перебуває в стабілізаційному режимі, може бути свідченням вимушеної “міграції” таких валют із групи звичайної прив'язки внаслідок виникнення валютно-курсних проблем в економіках, де вони емітуються.

Підвищення частки країн, які дотримуються режиму повзучої прив'язки, на 0,6 в. п., з 1 % у 2013 р. до 1,6 % у 2021 р., не мало серйозного впливу ні на його значимість у глобальній економіці, ні на ознаки її можливої зміни.

Проте цього не можна сказати про курсові режими “на кшталт повзучої прив'язки”, частка котрих у глобальній структурі валютних режимів у 2013–2021 рр. збільшилась із 7,9 до 12,4 %, тобто на 4,5 в. п. Тому зазначені режими посіли друге місце за поширеністю (разом зі стабілізаційними режимами) серед усіх режимів, у межах яких відбувається таргетування валютного курсу.

Режим валютної прив'язки з горизонтальним коридором перетворився де-факто на приклад “екзотичної” курсової політики, частка якої в глобальній структурі валютних режимів упродовж 2013–2021 рр. залишалася на рівні 0,5 %.

Незважаючи на активне пропагування плаваючих валютних режимів, в окреслений період їхня частка у структурі глобального використання дещо знизилася – на 0,8 в. п., з 34 до 33,2 %. При цьому частка плаваючих валютних режимів зменшилася на 1,7 в. п., з 18,3 до 16,6 %. Водночас частка країн, що застосовували вільно плаваючі режими, зросла на 0,9 в. п., з 15,7 до 16,6 %.

Як наслідок, група країн, чії валюти перебувають у плаваючому режимі, ділиться навпіл: одна їх підгрупа дотримується політики “простого” курсового плавання, а друга – вільного плавання. Різниця між цими двома підгрупами полягає в практиці застосування цільового коригування курсової динаміки національних валют. Як свідчить сама назва, застосування режиму вільного плавання не передбачає таких коригувань, на противагу режиму “звичайного” плавання, де таке коригування, у принципі, залишається можливим.

Перелік країн, які дотримуються режиму вільного курсового плавання, свідчить, що практично всі вони мають високі інвестиційні рейтинги та відповідні конкурентні переваги, що дає їм змогу приділяти порівняно меншу увагу курсовому захисту своїх національних економік. Єдиним наочним винятком із цього правила можна вважати належність до цієї групи Сомалі.

Узагальнення світової практики показує, що абсолютна більшість країн не має таких ринкових переваг. Тому вони змушені в той чи інший спосіб або захищати обмінні курси своїх національних валют, або навіть вдаватися до спеціальних стабілізаційних заходів з урівноваження їхнього рівня та динаміки. Зрозуміло, що наявність високої конкурентоспроможності є привабливішим сценарієм, ніж її відсутність. Тим паче, що остання вимагає застосування певних адміністративних обмежень для нівелювання пов'язаних із нею валютно-курскових ризиків і загроз. Однак, зважаючи на значну тривалість процесу підвищення національної конкурентоспроможності (якщо таке взагалі відбувається), потреба в застосуванні різних режимів курсової прив'язки залишається об'єктивним фактом світової практики. Яскравим свідченням цього є частка валютного таргетування в глобальній структурі валютних режимів.

Згідно з даними МВФ, частка країн, які дотримуються такого таргетування, протягом 2013–2021 рр. збільшилася на 4,7 в. п., з 56 до 60,7 %. При цьому мінімальні курсові ризики, пов'язані із застосуванням плаваючих валютних режимів, має рівно третина всіх країн світу. Ще 6,2 % країн, обстежуваних МВФ, класифіковано як такі, що мають інші валютні режими. Причому їхня частка в глобальній структурі валютних режимів протягом окресленого періоду зменшилася на 3,7 в. п. (рис. 17.9).

Отже, за останніми даними МВФ, що узагальнюють світову практику визначення валютно-курскової політики, 60 % країн не можуть собі дозволити курсове плавання власних національних валют через брак відповідних ринкових переваг або відсутність надійних захисних механізмів. Зазначене, з одного боку, пояснює об'єктивну природу вибору режимів курсової прив'язки й неможливість їх заміни на режими валютного плавання, з другого – не може слугувати виправданням сталої слабкості державних інститутів відповідних країн, що призводить до пер-

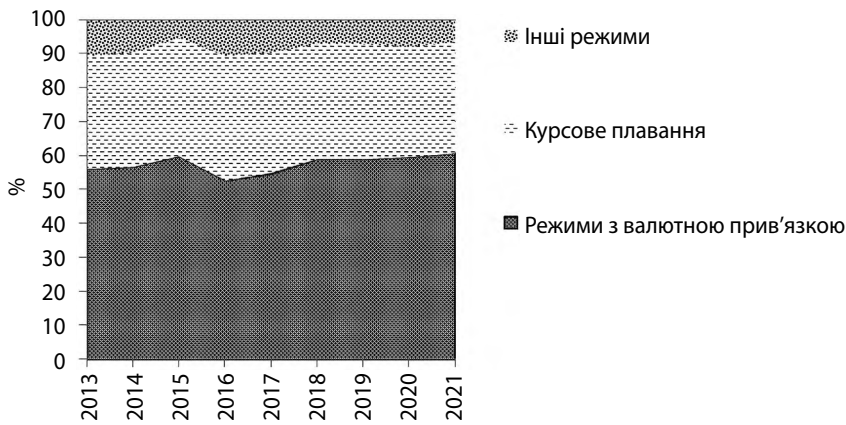


Рис. 17.9. Валютні режими: динаміка структури глобального використання протягом 2013–2021 рр., %

Розраховано та побудовано за: (International Monetary Fund, 2022, с. 9).

манентного відтворення їхніх конкурентних недоліків та, як наслідок, підвищеної валютно-курсової вразливості національних економік.

Висновки до розділу 17

Світова практика демонструє широке розмаїття монетарних і валютних режимів. Так, за останніми наявними даними МВФ, найпоширеніші монетарні режими базувалися на таргетуванні валютного курсу – прив'язці курсу національної грошової одиниці до іншої іноземної валюти чи валют. Частка таких режимів у глобальній структурі монетарних режимів у 2021 р. становила 41,5 %. Другим за поширеністю використання був режим ІТ (23,3 %). Частка монетарних режимів, класифікованих як інші (22,3 %), поступалася частці ІТ на 1 в. п. Нарешті, таргетування монетарних агрегатів здійснювали 13 % країн, обстежуваних МВФ.

Протягом 2008–2021 рр. найбільш динамічно у світовій практиці зростало використання інших монетарних режимів. Їхня частка за цей час збільшилася на 15,9 в. п., із 6,4 до 22,3 %. Це відбувалося на тлі скорочення частки режимів, що базуються на таргетуванні валютного курсу: за вказаний період вона скоротилася на 17,6 в. п., з 59,1 до 41,5 %.

Отже, найпоширенішими у світі наразі залишаються монетарні режими, які базуються на таргетуванні валютного курсу. Другим за часткою використання є ІТ. Водночас найвищі темпи зростання впродовж 2008–2021 рр. демонстрували інші монетарні режими.

У структурі валютних режимів домінують режими курсової прив'язки, тобто таргетування валютного курсу. У 2021 р. їхня частка у структурі валютних режимів не лише становила 60,7 %, а ще й збільшилася на 4,7 в. п. порівняно з 2013 р., коли вона дорівнювала 56 %. Частка плаваючих валютних режимів за цей період дещо знизилася – з 34 до 33,2 %.

Зазначене свідчить, що у структурі валютних режимів і надалі домінують режими курсової прив'язки. А частка плаваючих валютних режимів, хоч є сталою, значно поступається режимам курсового таргетування. Найпоширенішою при цьому є практика м'якої курсової прив'язки. Її застосовує майже половина всіх країн світу (47,7 % у 2021 р.).

Порівняння часток курсового таргетування в глобальній структурі монетарних (41,7 %) та валютних (60,7 %) режимів дає підстави вважати, що принаймні 19 % країн світу поєднують таргетування валютного курсу з таргетуванням інших показників. Це повністю спростовує поширене уявлення про неможливість одночасного таргетування центральним банком кількох цільових індикаторів. Показово, що прикладами такого множинного таргетування є такі економічно впливові країни, як Китай і Швейцарія.

Конфігурацію, яку до початку широкомасштабної війни застосовувала Україна (монетарний режим – ІТ, валютний режим – курсове плавання), у світі використовує лише 36 країн, або 18,7 % загальної кількості країн, обстежуваних МВФ. При цьому 25 країн поєднують ІТ із плаваючим валютним курсом та ще 11 країн – із вільно плаваючим курсом. Усі інші країни (81,3 %) застосовують інші типи поєднання монетарних і валютних режимів. Причому до їх числа належать також ті країни, які дотримуються ІТ, але не вважають за доцільне поєднувати його з курсовим плаванням власних національних валют.

Зазначене демонструє багате розмаїття практичних конфігурацій монетарних та валютних режимів. Поєднання в цьому сенсі двох режимів “монетарного – ІТ” і “валютного – плаваючого” не є ні загальним правилом, ні навіть найпоширенішою практикою. Це дає підстави порушити питання щодо цільового використання режиму валютного контролю. Тим паче, що “трилема неможливості” є граничним випадком, застосування якого не охоплює всю палітру валютно-курсної практики.

За таких умов додаткового обґрунтування вимагає ще один цільовий орієнтир центрального банку України, якого він дотримувався до початку широкомасштабної війни, – режим вільного руху капіталу. Значна рухливість глобальної структури монетарних та валютних режимів обумовлюється необхідністю адаптації різних країн до швидкоплинних змін у світовій економіці. При цьому на вибір конкретних конфігурацій зазначених режимів безпосередньо впливає усвідомлення реальних курсових загроз і ризиків, на які наражається та чи інша економіка.

Обрання плаваючих валютних режимів зазвичай є перевагою й привілеєм країн із підвищеним рівнем світової конкурентоспроможності, що відображається, серед іншого, у високих суверенних рейтингах (інвестиційного рівня). Натомість країни з низькими (спекулятивними) суверенними рейтингами змушені шукати способи курсового захисту своїх національних валют, що призводить до їх цільового таргетування та використання специфічних заходів валютного контролю.

Вплив монетарної політики на кредитну й економічну діяльність є багатоаспектним. Тому його аналіз крізь призму самої лише інфляції є не просто спрощенням, а, за словами М. Кінга, “божевіллям”. Визнанням цього стала масова від-

мова від жорсткого ІТ більшості провідних центральних банків під час глобальної кризи 2008–2009 рр.

З огляду на зазначене прихильність України до цієї версії ІТ потребує спеціальних аргументів. Наведене видається тим більш очевидним, що за її застосування країна щороку потребувала зовнішньої допомоги від міжнародних організацій для забезпечення курсової динаміки гривні, а отже, й цінової та фінансової стабільності. Така практика не лише суперечить базовій ідеї жорсткого ІТ щодо ефектів гнучкого курсоутворення, а й не дає змоги позбутися боргової та політичної залежності країни, яка колись була приводом для безкомпромісної критики фіксованого курсу гривні з боку його опонентів.

Накопичення НБУ міжнародних резервів і здійснення ним валютних інтервенцій вказує на усвідомлення цього факту. Проте наголос на неможливості одночасного досягнення курсових та інфляційних цілей свідчить лише про часткове його визнання. Це також підтверджує цілеспрямоване пом'якшення контролю над виведенням із країни приватного капіталу, що відбувалося в умовах війни й внутрішнього дефіциту валютних ресурсів.

Результати дотримання такої доктрини виявилися доволі суперечливими. Так, упродовж 2015–2020 рр. вдалося не лише встановити контроль над інфляцією та знизити її до заздалегідь оголошеного цільового рівня, а й подолати останній, зменшивши щорічний приріст споживчих цін нижче від 2 %. Міжнародні резерви при цьому зросли до мінімального рівня достатності (оцінка МВФ, 2021 р.), а банківська система нарощувала портфель “добрих” (працюючих) кредитів.

Водночас рівень монетизації та кредитування національної економіки впав до показників 1990-х років. Мінімізація інфляції при цьому супроводжувалася не кредитним і економічним бумом, а уповільненням виробництва й навіть його падінням. Монетарна політика за цих умов не змогла запропонувати ні дієвих антикризових інструментів, ні механізмів уникнення кризи як такої. Її залежність від офіційного кредитування та зовнішніх стабілізаційних програм залишалася критичною. Зазначене було спричинено не в останню чергу через зосередженість грошово-кредитної політики виключно на ціновій стабільності. Спеціальна підтримка економічного зростання в межах ІТ не розглядалася. Єдиним чинником сприяння йому вважалася низька й стабільна інфляція.

Такі результати не суперечать останнім дослідженням МВФ, згідно з якими саме по собі запровадження ІТ не гарантує ні зниження інфляції, ні прискорення економічного зростання. Оскільки цілу низку успішних прикладів ІТ можна пояснити збігом зовнішніх факторів у вигляді світового тренду дезінфляції, що спостерігався впродовж останніх 30 років. Тимчасом як позитивний вплив ІТ на зростання залишається неочевидним (Bhalla, Bhasin, & Loungani, 2023).

В Україні впровадження ІТ відбувалося на тлі доволі спрощених уявлень щодо дієвості ринкових механізмів і обмеження державного управління. Через це воно виявилось позбавленим низки добре відомих у міжнародній практиці інституційних можливостей. Зокрема, в Україні фактично не працюють інститути розвитку, дер-

жавні банки не мають специфічних функцій акумулювання та цільового перерозподілу фінансових ресурсів, не розвинена практика експортного кредитування і страхування, не створено державних фондів з нівелювання зовнішніх шоків на експортну сировину, відсутні бюджетні правила щодо формування й використання таких фондів, лібералізація транскордонного руху капіталу відбувалася на тлі війни, нереформованої правоохоронної системи та спекулятивних суверенних рейтингів країни.

Вирішення зазначених питань, як і подолання хронічно низьких темпів економічного зростання, залежить не тільки й не стільки від центрального банку, як від усієї системи національного управління. Проте розглядати їх окремо не можна. У повоєнний час монетарна політика має виступати невід'ємною складовою загальнодержавної стратегії відновлення. Саме її реалізації повинні бути підпорядковані цілі, завдання, інструменти та механізми не лише всіх урядових установ, а й центрального банку. Зведення ж функцій останнього суто до утримання низької інфляції видається надто вузьким, тим паче, що впровадження такого підходу в Україні не дало змоги отримати очікувані результати ні в частині ринкового балансування курсу гривні, ні сталого зростання національної економіки, ні позбавлення її залежності від офіційних кредиторів і зовнішнього фінансування.

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ АДЕКВАТНОЇ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

18.1. Методологія до визначення рівня адекватної облікової ставки НБУ

Ключова ставка (в Україні її роль виконує облікова ставка НБУ) виступає головним монетарним інструментом у рамках поширеного наразі режиму інфляційного таргетування. Після офіційного проголошення переходу до цього режиму у 2015 р. НБУ активно використовує облікову ставку для регулювання процесів на грошово-кредитному ринку України. Ефективність цього інструменту викликає численні дискусії, особливо суперечність методичної бази, на підставі якої встановлюється рівень облікової ставки в різних ситуаціях. Зокрема, через обмежену можливість кількісної верифікації обґрунтованості впровадження облікової ставки на рівні 25 % у червні 2022 р.

В економічній теорії процент – це ціна, сплачена за спонукання тих, хто має гроші, відкладати їх (а не витратити) та інвестувати в довгострокові активи (а не зберігати готівку). Ставки відображають взаємодію між пропозицією заощаджень і попитом на капітал, або між попитом та пропозицією грошей (Радзівєвська, 2013).

Рішення щодо використання монетарного інструментарію і встановлення рівня ключової ставки базується на дотриманні певних монетарних правил. Найвідомішими з них є: правило Фрідмана (так зване *k*-рівняння), правило Мак-Каллума, правило Тейлора та правило Болла. Методологія побудови кожного з них своя, але всі вони покликані забезпечити економічне зростання. Безпосередньо на визначення рівня ключової ставки орієнтовані правило Тейлора й правило Болла, але останнє рівняння вважається досить непростим для використання, оскільки включає низку складних для з'ясування та обрахунку вагових коефіцієнтів (Шелудько, 2016).

У світовій практиці центробанків набув поширення методичний підхід до визначення рівня ключової ставки, що ґрунтується на теорії Дж. Тейлора, котрий у 1993 р. запропонував принцип визначення оптимального

рівня ставки, відповідно до якого її підвищення має не лише компенсувати інфляційні очікування, а й враховувати динаміку випуску. Це правило в рамках методичного підходу дає можливість з'ясувати, наскільки необхідно змінити процентну ставку в разі зміни показників випуску, інфляції та інших економічних чинників. У математичному вимірі правило Тейлора – це функція різниці між поточною й бажаною інфляцією, а також між поточним і потенційним ВВП. За цим підходом, за інших рівних умов збільшення інфляції на 1 % має супроводжуватися підвищенням процентної ставки щонайменше на 1 %. Коли ВВП більший від потенційного або інфляція вища за бажану, правило Тейлора вимагає встановлення вищих процентних ставок, ніж до цього, що допоможе (за інших рівних умов) охолодити економіку та привести ВВП чи інфляцію до цільових рівнів.

Таким чином, у рамках правила Тейлора з'являється можливість науково й системно визначити, як монетарна політика може підтримати розв'язання завдання досягнення максимальної зайнятості та цінової стабільності, а також зробити монетарну політику центрального банку більш передбачуваною. Вказане правило передбачає вищу ставку, коли інфляція переважає її цільовий рівень, і нижчу, якщо інфляція відстає. Подібним чином зростання реального ВВП понад цільовий показник (зазвичай визначається повним потенціалом економіки) диктуватиме вищу процентну ставку, а нижче від такого показника – сприятиме її зменшенню.

Важливим дискусійним моментом правила Тейлора виступає коефіцієнт реакції на розриви показника інфляції й випуску. Згідно з оригінальним правилом, ставка повинна реагувати в межах 0,5 в. п. на зміну інфляції або розриву випуску на кожний 1 в. п. (тобто коефіцієнт для обох змінних дорівнює 0,5). Пов'язана з цим дискусія лежить у площині того, наскільки політики готові прийняти більшу мінливість інфляції в обмін на вищу стабільність випуску (Bernanke, 2015).

Цікаво, що спочатку, ще в оригінальній праці, Дж. Тейлор зазначав, що цю формулу слід розглядати радше як концепцію для орієнтації в середовищі, де практично неможливо механічно застосувати будь-яку конкретну алгебраїчну формулу (Taylor, 1993). Утім, згодом, він обґрунтовував доречність жорсткого дотримання монетарного правила (його чи подібного). На підтвердження цього він висунув дві конкретні претензії:

1. По-перше, протягом 2003–2005 рр. Федеральний комітет з відкритих ринків США (Federal Open Market Committee, FOMC) утримував процентні ставки на набагато нижчому рівні, ніж передбачено правилом Тейлора, й це відхилення було головним джерелом виникнення бульбашки на ринку житла та інших фінансових розривів.
2. По-друге, монетарна політика ФРС після фінансової кризи не відповідала цьому правилу та була надто м'якою. Якби FOMC дотримувався правила Тейлора, він припинив би свою політику майже нульових процентних ставок на кілька років раніше (Taylor, 2016).

Ефективність правила Тейлора в тому вигляді, як його наведено вище, істотно залежить від стану монетарної сфери країни. Чим він ближчий до ідеального

(низька інфляція, урівноважене зростання, відсутність екзогенних збудників), тим дієвішим буде правило. Тому не дивно, що правило Тейлора активно запроваджувалося під час висхідної фази економічного циклу, яка супроводжувалася стійким зростанням і помірною інфляцією, а після розгортання економічних криз зазнало критичної переоцінки. Особливо до цього спонукало поширення наближених до нульових ключових ставок у розвинутих країнах.

Оскільки за від'ємних процентних ставок грошово-кредитна політика стає неефективною, центральні банки реагують на серйозні економічні кризи за допомогою альтернативних інструментів, включаючи широкомасштабну емісію, також відому як кількісне пом'якшення (QE). Базове правило Тейлора не враховує ці варіанти політики. Власне, після світової фінансової кризи 2007–2009 рр., особливо під час пандемії COVID-19, правило Тейлора в розвинутих країнах у класичному вигляді практично не застосовувалося. Причин для цього було декілька.

По-перше, інфляція в правилі Тейлора виступає визначальним фактором, навіть відносно випуску, звідси впливає неоптимальна, жорстка монетарна політика (Yellen, 2012). Згадане правило не дає вказівок стосовно того, що робити в разі, коли прогнозована ставка від'ємна, як це було протягом майже всього періоду після згаданої кризи.

По-друге, важливим фактором виступає складність адекватного обрахунку динаміки індексу інфляції. За правилом Тейлора, інфляцію вимірюють за допомогою дефлятора ВВП. Однак, оцінюючи інфляцію, більшість економістів (і регуляторів) передусім орієнтуються на темпи зростання споживчих цін (ІСЦ). Дефлятор ВВП включає не лише ціни на споживчі товари та послуги внутрішнього виробництва, а й інші категорії цін, зокрема на капітальні товари та умовні ціни державних витрат, наприклад на оборону. Водночас він виключає ціни на імпортовані товари. За такої різниці в методиці обрахунку інфляції й рекомендації будуть інакшими. У сучасній практиці монетарних регуляторів, і НБУ зокрема, набуло поширення використання в ролі показника середньострокової тенденції інфляції, а отже, й для прогнозу майбутньої інфляції, швидкості зміни споживчих цін з урахуванням структурних компонент та базової інфляції (яка не включає нестабільні ціни на продовольство й енергоносії).

По-третє, правило Тейлора припускає, що політики нездатні адекватно визначити розмір розриву виробництва. Насправді, як засвідчують поточні тенденції на ринку праці, технологічних змін тощо, виміряти розрив виробництва дуже важко, й монетарні регулятори не можуть мати істотного впливу на них. Більше того, немає також консенсусного погляду щодо того, якими повинні бути коефіцієнти реакції на зміни в розривах, що враховували б зміни у структурі економіки та каналах трансмісії монетарної політики.

По-четверте, правило Тейлора також припускає, що рівноважна (нейтральна) ставка центробанку є фіксованою на рівні 2 % у реальному вираженні (або близько 4 % у номінальному). Водночас для певних груп економік така ставка може бути або завищеною, або заниженою для забезпечення економічного зростання. А це вже

спричиняє додаткові дискусії й дискредитує універсальність правила. Крім того, монетарна політика із фіксованими правилами знижує варіативність реакції на різноманітні непередбачувані, особливі випадки.

Однією з адаптивних новацій у сфері процентної політики є концепція реальної нейтральної ставки процента (*neutral rate of interest, NRI*). Згідно з визначенням, реальна нейтральна ставка – це короткострокова ставка процента, яка існує в економіці за досягнення потенційного випуску та за відсутності номінальних жорсткостей (Woodford, 2023). У короткостроковому періоді відхилення показника прогнозного рівня інфляції від NRI сигналізує про необхідність зміни процентної ставки центрального банку відносно NRI.

Оцінка за правилом Тейлора набула значного поширення в економіках, де запроваджено режим таргетування інфляції. Наразі на це правило досить часто орієнтуються центробанки малих відкритих економік, які націлені на цінову стабільність (Botha et al., 2017). Серед таких країн – Бразилія, Чилі, Колумбія, Індія, Мексика, Філіппіни, Польща, Таїланд, Туреччина, Південна Африка та ін. Оскільки центробанки цих країн виходять із різних економічних особливостей і мають кількісно різні цілі, правило Тейлора в них розширене та включає низку нелінійних специфікацій (Caporale et al., 2018).

У звіті ФРС про монетарну політику в червні 2022 р. було представлено версію правила збалансованого підходу, а також альтернативну модифікацію правила Тейлора, яка відкладає встановлені підвищення ставок, щоб компенсувати кумулятивний дефіцит пристосування політики в процесі від нижньої межі до жорсткої монетарної політики. На думку експертів ради керуючих ФРС США Бена Бернанке, ФРС, швидше за все, додасть до правила Тейлора врахування фактора розриву виробництва відносно інфляції з подвійним коефіцієнтом (наразі 0,5), оскільки це буде найбільше відповідати її подвійному мандату, сприяти стабільним цінам і максимальній зайнятості.

Ще одним удосконаленням правила Тейлора наразі виступає спроба врахувати, як політика кількісно реагує на зміни в інфляції та розриві виробництва. Згідно з оригінальним правилом Тейлора, ставка фондів реагує на 0,5 в. п. на 1 в. п. зміни інфляції або розриву виробництва (тобто коефіцієнт для обох змінних дорівнює 0,5). У принципі, відносна вага розриву виробництва й інфляції має залежати, серед іншого, від того, наскільки політики готові прийняти вищий рівень інфляції. Тому подальший розвиток методичного забезпечення монетарної політики у сфері регулювання інфляції полягає в перегляді підходів до її ролі в економіці.

В еврозоні основною метою таких змін короткострокових процентних ставок є підтримка цінової стабільності. Це випливає із чіткого твердження, що це має бути першочерговим пріоритетом для Європейської системи центральних банків. Будь-яке зростання інфляції (або, що важливіше, її очікуваного рівня) може спровокувати підвищення короткострокової процентної ставки. У будь-який момент монетарна влада сподіватиметься встановити короткострокові ставки на нейтральному рівні, тобто такому, який буде достатнім для запобігання майбутній інфляції, але не

настільки високим, щоб придушити економічне зростання та збільшити безробіття. Це проста модель, однак на практиці вона супроводжується низкою труднощів.

Окремим чинником впливу на інфляцію за допомогою монетарного інструментарію виступає послаблення зв'язку між інфляцією й економічною динамікою. Такий ефект проявився ще в 1990-х роках. В економічній літературі цей феномен інтерпретують як зменшення кута нахилу кривої Філіпса, розуміючи під нею узагальнену залежність фактичної інфляції від будь-якого показника економічного циклу (розрив ВВП, відхилення безробіття від природного рівня, завантаження виробничих потужностей тощо) з поправкою на інфляційні очікування. Чим слабкіша залежність, тим нижчим є кут нахилу кривої. До кінця 2010-х років експерти дійшли згоди стосовно того, що послаблення зв'язку між інфляцією та реальною економічною активністю є, мабуть, ознакою нової нормальності, в якій діятимуть центробанки. Саме тому прискорення інфляції тривалий час ігнорувалось, оскільки вважалося, що вона має тимчасовий характер і треба дотримуватися колишнього курсу.

18.2. Аналіз залежності інфляції від змін облікової ставки НБУ

Національний банк України змінює ключову (облікову) ставку напередодні шоків стресів в економіці, враховуючи не так поточні значення інфляції, як її ймовірну динаміку в майбутньому. НБУ встановлює ключову ставку з 1992 р., проте до 2015 р. вона не впливала на процентні ставки комерційних банків.

Сьогодні, у рамках режиму інфляційного таргетування, НБУ використовує ключову ставку як основний інструмент, що дає змогу не тільки визначати короткострокові ставки на міжбанківському кредитному ринку (МБKR), а й впливати на інфляцію через процентний і фондовий канали. У науковій та банківській спільноті точиться жвава дискусія стосовно кореляції ключової ставки й інфляції. Так, Б. М. Данилишин вважає, що зміни сигналів монетарної політики за каналами трансмісійного механізму відбуваються фактично водночас, а результати впливу проявляються з певним часовим лагом (Данилишин, 2020, с. 11). С. М. Аржевітін проводить кореляцію між інфляцією та обліковою (ключовою ставкою) як інструментом впливу на інфляцію й доходить висновку, що ефект зниження інфляції настає приблизно через шість місяців після підвищення ключової ставки, однак вплив немонетарних чинників є вирішальним у такому зниженні (Аржевітін, 2023, с. 12). О. О. Любіч і Д. М. Гладких (2022) вважають, що рівень інфляції тісно корелює з процентними ставками за депозитними сертифікатами, тому зміна дохідності за цими інструментами впливає на темпи інфляції в Україні. Порівняння ІСЦ та ключової ставки НБУ дає підстави стверджувати, що між ними існує тісний кореляційний зв'язок (табл. 18.1).

Порівняння динаміки ІСЦ і рішень Правління НБУ щодо встановлення ключової ставки в Україні показує суттєву різницю в характері змін, а також, у більшості випадків, значне перевищення ключової ставки над рівнем інфляції. Цікаво, що рівень інфляції перевищував ключову ставку в період активної фази пандемії COVID-19. Імовірно, це було пов'язано з ризиком потрапляння в "приховану" дефляцію, коли утримання цін на низькому рівні може викликати затяжну рецесію в економіці.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 18.1

Порівняння ІСЦ та ключової ставки в Україні, %

Період	Ключова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.02.2019	18,0	9,2
15.03.2019	18,0	8,6
26.04.2019	17,5	8,8
07.06.2019	17,5	9,0
19.07.2019	17,0	9,1
06.09.2019	16,5	7,5
25.10.2019	15,5	6,5
13.12.2019	13,5	4,1
31.01.2020	11,0	3,2
13.03.2020	10,0	2,3
24.04.2020	8,0	2,1
12.06.2020	6,0	2,4
24.07.2020	6,0	2,4
04.09.2020	6,0	2,3
23.10.2020	6,0	2,6
11.12.2020	6,0	5,0
22.01.2021	6,0	6,1
05.03.2021	6,5	8,5
16.04.2021	7,5	8,4
18.06.2021	7,5	9,5
23.07.2021	8,0	10,2
10.09.2021	8,5	11,0
22.10.2021	8,5	10,9
10.12.2021	9,0	10,0
21.01.2022	10,0	10,0
04.03.2022	10,0	13,7
03.06.2022	25,0	21,5
22.07.2022	25,0	22,2
09.09.2022	25,0	24,6
21.10.2022	25,0	26,6
09.12.2022	25,0	26,6

Складено за даними офіційних сайтів Державної служби статистики України та Національного банку України.

Проведений кореляційний аналіз між ключовою ставкою та ІСЦ до відповідного місяця попереднього року засвідчив, що між результативною Y (рівень інфляції) та факторною X (рівень ключової ставки) ознаками існує тісний кореляційний зв'язок. Коефіцієнт кореляції становить 0,792862. Це вказує на наявність тісного зв'язку між зміною ключової ставки й рівнем інфляції в економіці (рис. 18.1).

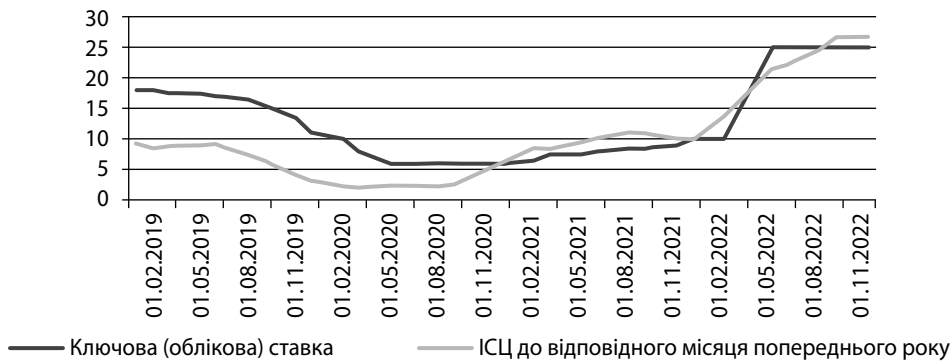


Рис. 18.1. Кореляція ІСЦ та ключової (облікової) ставки НБУ

Побудовано за даними Національного банку України.

За результатами кореляційного аналізу, було б логічно припустити, що, коли інфляція зростає, облікова ставка підвищується, але, як показує дослідження, це не є закономірним явищем (див. табл. 18.1). По-перше, ключова ставка дорівнювала рівню інфляції лише в один період (21.01.2022). По-друге, інфляція перевищила ключову ставку з 22 січня до 10 грудня 2021 р., що, ймовірно, пов'язано з активною фазою пандемії та ризиком потрапляння в “приховану” дефляцію. По-третє, статистичні органи допускають похибки при вимірюванні інфляції. Такі похибки пов'язані з підвищенням якості окремих товарів у споживчому кошику. Такі товари є дорожчими та продаються за більшими цінами, що є відображенням поліпшення якості життя, а не частиною процесу підвищення загального рівня цін. Це завищує зміни реальної вартості життя. По-четверте, спостерігається тенденція зниження співвідношення ключової ставки й рівня інфляції, проте воно залишається істотним. Отже, загальним трендом монетарної політики НБУ є перевищення рівня ключової ставки над темпами фактичної інфляції, що суперечить тенденції перебігу цього явища в розвинутих країнах світу.

Проведений аналіз дає підстави для висновку, що в Україні ключова ставка значно перевищує інфляцію (табл. 18.2). Це є результатом впливу немонетарних чинників, зокрема світових цін на енергоресурси.

Як свідчать наведені розрахунки, зниження темпів інфляції не є результатом підвищення ключової ставки. Слід зазначити, що в період піка пандемії в Україні спостерігалось зниження інфляції, проте ключова ставка в деякі періоди в кілька разів перевищувала рівень інфляції (табл. 18.3). Натомість у найменш розвинутих

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 18.2

Співвідношення ІСЦ і ключової ставки НБУ

Період	Ключова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.02.2019	18,0	9,2	0,51
15.03.2019	18,0	8,6	0,48
26.04.2019	17,5	8,8	0,5
07.06.2019	17,5	9,0	0,51
19.07.2019	17,0	9,1	0,54
06.09.2019	16,5	7,5	0,45
25.10.2019	15,5	6,5	0,42
13.12.2019	13,5	4,1	0,3
31.01.2020	11,0	3,2	0,29
13.03.2020	10,0	2,3	0,23
24.04.2020	8,0	2,1	0,26
12.06.2020	6,0	2,4	0,4
24.07.2020	6,0	2,4	0,4
04.09.2020	6,0	2,3	0,38
23.10.2020	6,0	2,6	0,43
11.12.2020	6,0	5,0	0,83
22.01.2021	6,0	6,1	1,02
05.03.2021	6,5	8,5	1,3
16.04.2021	7,5	8,4	1,12
18.06.2021	7,5	9,5	1,27
23.07.2021	8,0	10,2	1,28
10.09.2021	8,5	11,0	1,29
22.10.2021	8,5	10,9	1,28
10.12.2021	9,0	10,0	1,11
21.01.2022	10,0	10,0	1,0
04.03.2022	10,0	13,7	1,37
03.06.2022	25,0	21,5	0,86
22.07.2022	25,0	22,2	0,89
09.09.2022	25,0	24,6	0,98
21.10.2022	25,0	26,6	1,06
09.12.2022	25,0	26,6	1,06

Складено за даними офіційних сайтів Державної служби статистики України та Національного банку України.

європейських країнах, таких як Албанія та Молдова, інфляція перевищувала ключову ставку в 1,3 і 2,5 рази відповідно¹.

Реагуючи на зростання інфляції у 2022 р., НБУ продовжив використовувати жорсткий режим таргетування інфляції, аби повернути її до середньострокової цілі 5 ± 1 %. Під час монетарного циклу жорсткості в економіці спостерігається інфляційний шок, що погіршує очікування бізнесу стосовно рівня інфляції та пригнічує економічну активність, пов'язану з високими процентними ставками. Такі ставки впливають на економічну активність за кредитним і балансовим каналами. Це зменшує стимули бізнесу до споживання й інвестицій.

18.3. Аналіз міжнародної практики використання облікової ставки як інструменту монетарної політики в період пандемії коронавірусу

Після спалаху COVID-19 першим заходом, вжитим багатьма центральними банками, стало зниження облікових ставок, щоб полегшити витрати на фінансування та підтримати сукупний попит. Саме це зробила низка країн із розвинутою економікою, де облікові ставки швидко наблизилися до нуля. При цьому в Японії та єврозоні вони вже були від'ємними.

Під час кризи центробанки відігравали важливу роль маркетмейкерів останньої інстанції, але звичайне втручання в приватні ринки у великій, складній економіці є надзвичайно небезпечним інструментом, використання якого на регулярній основі може підірвати незалежність центробанку. Навіть у США, де перед пандемією не було від'ємних процентних ставок, ринки мали ознаки ймовірності їх прийняття. Таким чином, ринок уже налаштувався на запровадження нетрадиційної процентної політики.

Кошти, що позичаються на ринку фінансових фондів, – це залишки, які банки та інші установи зберігають на депозитах у ФРС. Такі залишки іноді називають федеральними фондами. Банки зберігають їх із різних причин: для виконання резервних вимог, для здійснення платежів іншим банкам та як частину свого загального пулу ліквідних активів.

ФРС США проводить монетарну політику, обираючи цільову ставку федеральних фондів (federal fund rate, FFR), що є середньою ринковою процентною ставкою, за котрою банки та деякі інші установи позичають один одному кошти на одnodенній основі. ФРС має кілька інструментів, за допомогою яких вона може впливати на умови на ринку федеральних фондів і таким чином спрямовувати ринкову процентну ставку до обраної цілі.

Двома важливими інструментами є також дисконтна ставка (discount rate, DR) і ставка процента на резерви (interest-on-reserves rate, IOR). Дисконтна ставка – це процентна ставка, за якою ФРС готова позичати кошти під заставу банкам із надійною репутацією. Ця ставка, як правило, створює верхню межу, або стелю (ceiling),

¹ Global Monetary Policy in 2023. Interest rates, inflation and economic activity / The Economist Intelligence Unit Limited. 2023. URL: <https://www.eiu.com/n/campaigns/global-monetary-policy-outlook-2023/>.

для ринкової процентної ставки, надаючи банкам можливість позичати кошти поза ринком. Ставка процента за резервами показує, скільки банки заробляють на коштах, розміщених на їхніх рахунках у ФРС. Ця ставка зазвичай створює нижню межу, або мінімальний рівень (так звану підлогу – floor), для ринкової процентної ставки за міжбанківськими позиками, усуваючи будь-які стимули для банків позичати кошти за нижчою ставкою.

Ще одним ключовим інструментом ФРС для впливу на ринкові процентні ставки є зміна загальної пропозиції резервних залишків через операції на відкритому ринку, тобто купівля цінних паперів на ринку для збільшення залишків або продаж цінних паперів для їх зменшення.

Після визначення FOMC цільової процентної ставки ФРС може вдатися до різних способів використання описаних інструментів для реалізації цього рішення. Зокрема, ФРС може використовувати систему коридора, або систему підлоги (floor system), яка полягає в тому, що дисконтна ставка встановлюється на рівні, вищому від цільової процентної ставки, а ставка процента за резервами – нижчому за неї (рис. 18.2). Таким чином, ці дві ставки утворюють коридор, що міститиме ринкову процентну ставку; цільова ставка часто (але не завжди) встановлюється в середині цього коридора. Потім, у міру потреби, використовуються операції на відкритому ринку для зміни резервних залишків таким чином, щоб ринкова процентна ставка була якомога ближчою до цільової. Цей підхід ґрунтується на встановленні балансу пропозиції таким чином, щоб він потрапляв у нееластичну область кривої попиту.

У разі використання системи підлоги ставка процента за резервами визначається дуже близькою або рівною цільовій ставці. FOMC знову надає резервні залишки, необхідні для спрямування ринкової процентної ставки до цільової. У цьому випадку відповідна пропозиція залишків потрапляє в еластичну область кривої попиту, а ринкова ставка наближається до дна ("підлоги"), створеного ставкою процента на резерви.

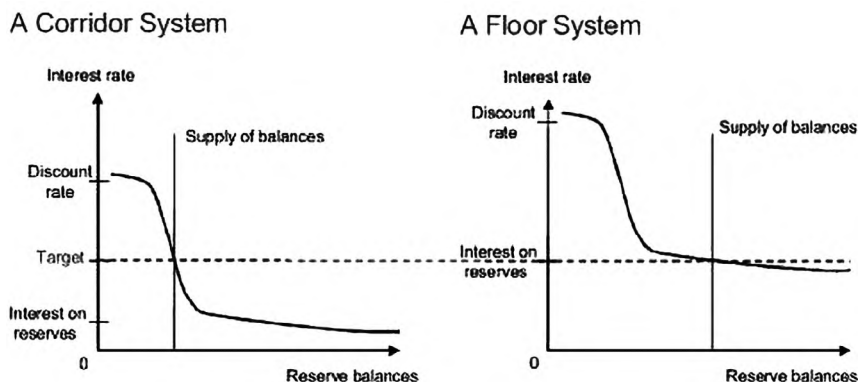


Рис. 18.2. Система процентної політики ФРС США

Джерело: (Keister, 2012).

У принципі, обидва підходи узгоджуються з думкою, висловленою FOMC ще у 2011 р., що кількість резервних залишків має підтримуватися на найнижчому рівні, який відповідатиме ефективному проведенню монетарної політики. Але кожний із цих підходів має свої переваги. Узагалі, у центробанків набагато більший досвід роботи із системами коридорного типу, частково тому, що ними можна керувати, не сплачуючи проценти на резерви. Система мінімального типу (“підлога”), навпаки, вимагає, щоб процентна ставка за резервами була наближеною до цілі. Хоча система мінімального рівня є менш відомою, вона сприяє ефективному функціонуванню фінансової системи, дозволяючи банкам заробляти ринкову ставку процента на всі свої резервні залишки. У системі коридорного типу процентна ставка за резервами нижча за ринкову процентну ставку. Таким чином, банки мають стимул вкладати час і зусилля, намагаючись заощадити на залишках, що в них є, позичаючи додаткові кошти іншим банкам або купуючи інші активи.

Важливо розуміти, що, як наголошують експерти, терміни “стеля” й “підлога” дещо вводять в оману, оскільки ставка дисконту та ставка процента на резерви не створюють твердих меж для ринкової процентної ставки. Наприклад, банки можуть обрати позику на ринку за ставкою, вищою за облікову, оскільки побоюються, що запозичення у ФРС буде витлумачено як ознака слабкості. З другого боку коридора деякі кредитори на ринку федеральних фондів не мають права отримувати проценти з резервів, а отже, можуть бути готові позичати на ринку за нижчими ставками (Keister, 2012).

ФРС працювала за мінімальною системою із жовтня 2008 р. Таким чином, основним інструментом її монетарної політики була IOR. Підвищуючи її відносно ринкових ставок, ФРС перешкождала фінансовим установам позичати резерви, оскільки вони могли більше отримати (з поправкою на ризик, після – вартісний сенс), залишаючи свої кошти в резерві у ФРС. Знижуючи IOR відносно ринкових ставок, ФРС заохочувала фінансові установи кредитувати й, відповідно, зберігати менше надлишкових резервів.

На початку пандемії COVID-19 економічна активність впала, інфляція знизилася, ФРС повернула ставку федеральних фондів до нуля, а дохідність казначейських облігацій різко зменшилася. Згодом прибутковість короткострокових облігацій залишалася наближеною до нуля, тоді як прибутковість 10-річних облігацій зросла завдяки відновленню економічної активності та інфляції. Отже, для того, щоб задовольнити підвищений попит на загальну ліквідність, ФРС знизила процентні ставки та вжила заходів для забезпечення продовження кредитування банками, зокрема зменшила IOR, цільовий діапазон FFR і DR.

Процентна ставка на резерви знижувалася чотири рази ще з квітня до грудня 2019 р., з 2,4 до 1,55 %. Наприкінці січня 2020 р. ФРС підвищила свою IOR до 1,6 % до того, як глобальна пандемія була вже очікуваною з великою ймовірністю. Коли глобальне уповільнення стало очевидним, ФРС зменшила IOR. За початковим зниженням на 50 б. п., до 1,1 %, 4 березня 2020 р. майже негайно прийшло зменшення на 100 б. п. 16 березня. 3 березня 2020 р. IOR утримується на рівні 0,1 %.

Відповідно до системи мінімальних ставок, ФРС також зменшила свій цільовий діапазон ставок на федеральні фонди. При цьому, проголосувавши за зниження FFR на 50 б. п., до 1–1,25 %, з 3 березня 2020 р., FOMC посилався на зростаючі ризики для економічної діяльності, пов'язані з коронавірусом. А 15 березня ФРС знизила FFR до 0,25 %, визнаючи, що спалах коронавірусу завдав шкоди громадам та порушив економічну діяльність у багатьох країнах, включаючи США, і що наслідки коронавірусу вплинуть на економічну діяльність у найближчій перспективі та створять ризики для перспектив економіки¹. Маючи це на увазі, ФРС пообіцяла проводити моніторинг наслідків вхідної інформації для економічних перспектив, включаючи відомості, пов'язані з охороною здоров'я, а також глобальні події й приглушений інфляційний тиск, та використовувати свої інструменти й діяти належним чином для підтримки економіки.

Офіційні особи ФРС тоді зазначили, що цільовий показник залишатиметься близьким до нуля, доки економіка не повернеться на правильний шлях². Метою таких “прогнозних вказівок”³, імовірно, також було зниження довгострокових процентних ставок. Стосовно дисконтної ставки, то до березня 2020 р. вона встановлювалася більш-менш відповідно до ставки процента на резерви. Проте з квітня 2019 р. до лютого 2020 р. DR перевищила IOR на 60-70 б. п. А коли ФРС 4 березня знизила IOR до 1,1 %, то відповідно зменшила DR до 1,75 %. Подальше зниження IOR до 0,1 % супроводжувалося скороченням DR до 0,25 %, зменшивши різницю лише до 15 б. п. ФРС також подовжила термін погашення позик, наданих через дисконтне вікно, до 90 днів. Нижчий DR і подовжений термін погашення призвели до істотного збільшення кредитування через дисконтне вікно (з близько 40 млн дол. США до майже 49 млрд дол. протягом I кв. 2020 р.). У квітні 2020 р. обсяг кредитування дисконтного вікна досяг піка (124 млрд дол.) та відтоді поступово зменшувався, хоч і залишався значно більшим, ніж наприкінці I кв. 2020 р. (Cachanosky et al., 2021)⁴.

ФРС використовувала угоди зворотного викупу (РЕПО), аби гарантувати, що ефективна ставка федеральних фондів не перевищуватиме верхню межу FFR. Якщо

¹ Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy: Press Release / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020. March 23/ URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>.

² Minutes of the Federal Open Market Committee / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020. March 15. 14 p. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20200315.pdf?mod=article_inline.

³ *Прогнозні вказівки (forward guidance)* – це інструмент, який центральні банки використовують для інформування громадськості про ймовірний майбутній курс монетарної політики. Коли центробанки надають подальші вказівки, окремі особи й підприємства використовують цю інформацію для прийняття рішень щодо витрат та інвестицій. Таким чином, попередні вказівки стосовно майбутньої політики можуть впливати на фінансові й економічні умови сьогодні.

⁴ Statement on the fifteenth meeting of the IHR (2005) Emergency Committee on the COVID-19 pandemic / World Health Organization. 2023. May 5. URL: [https://www.who.int/news/item/05-05-2023-statement-on-the-fifteenth-meeting-of-the-international-health-regulations-\(2005\)-emergency-committee-regarding-the-coronavirus-disease-\(covid-19\)-pandemic?adgroupsurvey={adgroupsurvey}&gclid=Cj0KCQjwuNemBhCBARIsADp74QQQu2UkGy8R8jEF2UrLc48HGwbEdXeLxUJ7yhhVdsUaTLKV3gsO8wYaAuKUEALw_wcB](https://www.who.int/news/item/05-05-2023-statement-on-the-fifteenth-meeting-of-the-international-health-regulations-(2005)-emergency-committee-regarding-the-coronavirus-disease-(covid-19)-pandemic?adgroupsurvey={adgroupsurvey}&gclid=Cj0KCQjwuNemBhCBARIsADp74QQQu2UkGy8R8jEF2UrLc48HGwbEdXeLxUJ7yhhVdsUaTLKV3gsO8wYaAuKUEALw_wcB).

попит на резерви істотно зростав, що загрожувало дотриманню мінімальної системи, ФРС тимчасово вливала ліквідність шляхом укладання угод РЕПО. З короткостроковими ставками, наближеними до нуля, ФРС відновила свою політику епохи кризи щодо купівлі цінних паперів із більшим терміном дії, відому як кількісне пом'якшення.

Виходячи із заходів монетарної політики ФРС протягом березня – вересня 2020 р., можна зробити висновок, що її керівники вважали пандемію COVID-19 і відповідні обмеження на діяльність більш ніж звичайним шоком. Вони побоювалися, що справжній шок супроводжуватиметься скороченням номінальних видатків та що, коли з цим не впоратися належним чином, відбудеться подальше зниження економічної активності. Намагаючись запобігти скороченню номінальних витрат, ФРС вжила заходів, щоб задовольнити очікуваний підвищений попит на загальну ліквідність.

ФРС знизила процентні ставки, розширила операції зворотного викупу, застосувала кількісне пом'якшення, послабила регуляторні обмеження й переглянула свою стратегію політики (Cachanosky et al., 2021; Noguchi, 2022). Окрім того, вона використовувала вже згаданий інструмент, відточений під час рецесії 2007–2009 рр., – “прогнознi вказівки” щодо майбутнього курсу процентних ставок. Спочатку в ньому йшлося, що ФРС утримуватиме ставки близько нуля, “доки не буде впевненості, що економіка витримала останні події та перебуває на шляху досягнення своїх цілей максимальної зайнятості й цінової стабільності”. У вересні 2020 р., відображаючи нову систему монетарної політики, ФРС посилила ці вказівки, заявивши, що ставки залишатимуться низькими, “доки умови на ринку праці не досягнуть рівнів, які відповідають оцінкам Комітету щодо максимальної зайнятості, а інфляція зросте до 2 % і деякий час помірно перевищуватиме 2 %” (Milstrein, & Wessel, 2021).

ФРС оприлюднила 4 листопада 2021 р. результати наради щодо процентних ставок, офіційно оголосивши, що з листопада місячна шкала купівлі облігацій залишатиметься незмінною, а з грудня розпочала збільшувати ставку. До кінця 2021 р. інфляція була значно вищою за ціль ФРС у 2 %, а ринки праці наближалися до її цілі щодо “максимальної зайнятості”. Після цього, у травні, червні й липні 2022 р., процентні ставки було підвищено на 50, 75 і 75 б. п., а діапазон федеральної ставки розширено до середнього – від 2,25 до 2,5 %. Збільшення процентної ставки тривало й після завершення пандемії на початку травня 2023 р.¹, що відображено на рис. 18.3.

Зокрема, у липні 2023 р. ФРС розширила цільовий діапазон ставки за федеральними фондами на 25 б. п., до 5,25–5,5 %, відповідно до очікувань ринку, що привело до найвищого рівня вартості запозичень із січня 2001 р. Політики також заявили, що продовжуватимуть моніторинг наслідків вхідної інформації для економічної перспективи та будуть готові скоригувати монетарну політику згідно з потребами, якщо виникнуть ризики, що можуть перешкодити досягненню цілей стосовно інфляції й зайнятості. Офіційні особи й далі враховуватимуть широкий спектр інформації, включаючи дані про стан ринку праці, інфляційний тиск та інфляційні очікування, а

¹ Ibid.

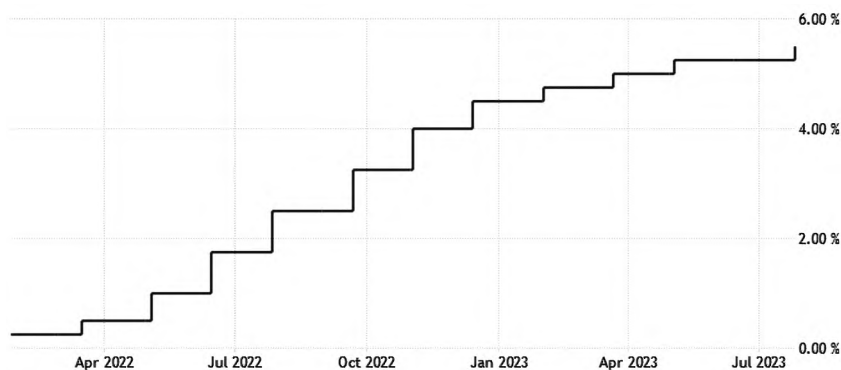


Рис. 18.3. Динаміка процентної ставки ФРС США на федеральні фонди

Джерело: United States Fund Fed Rates / Trading Economics. 2023. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>.

також фінансові й міжнародні події. ФРС відновила кампанію посилення жорсткості після паузи в червні, помітивши, що економіка розвивається помірними темпами. В останні місяці спостерігається значне збільшення робочих місць, рівень безробіття залишається низьким, а інфляція – високою.

Рада керуючих **Європейського центрального банку** встановлює такі ключові процентні ставки для країн функціонування колективної валюти євро (євросони):

- процентна ставка за головними операціями рефінансування (main refinancing operations, MRO), які забезпечують основну частину ліквідності банківської системи;
- ставка за депозитною лінією, яку банки можуть використовувати для розміщення депозитів овернайт в євросистемі;
- ставка за механізмом маржинального кредитування, що пропонує кредит овернайт банкам від євросистеми.

На відміну від ФРС США, яка мала можливість знизити процентні ставки у відповідь на коронакризу, ЄЦБ не міг це зробити, оскільки його облікова ставка ще з 2014 р. була від'ємною: її зменшили нижче нуля для того, щоб спонукати комерційні банки надавати кредити реальній економіці, замість того щоб тримати депозити в центральному банку. На момент початку пандемії депозитна ставка дорівнювала -0,5 %. Але, згідно з правилами політики "ярусності" (tiering), банки не повинні були сплачувати цю, по суті, штрафну ставку за великою часткою своїх депозитів. Дві інші ставки не мали практичного значення, оскільки операції за ними використовувалися рідко. Таким чином, із початку пандемії ЄЦБ не знижував жодної зі своїх ключових ставок. Водночас у своїх "прогнозних вказівках" він підкреслив, що ставки залишаться "на нинішньому або нижчому рівні, доки він не побачить, що прогноз інфляції стійко наблизиться до рівня, достатньо близького, але нижче 2 % у межах горизонту прогнозування, й така конвергенція постійно відображається на основній динаміці інфляції" (Belz et al., 2022).

Реакція ринку призвела до того, що зведені ставки банківського фінансування, тобто середньозважені значення сукупної вартості депозитів і незабезпеченого ринкового боргового фінансування, у країнах євросони мали вигляд як на рис. 18.4.

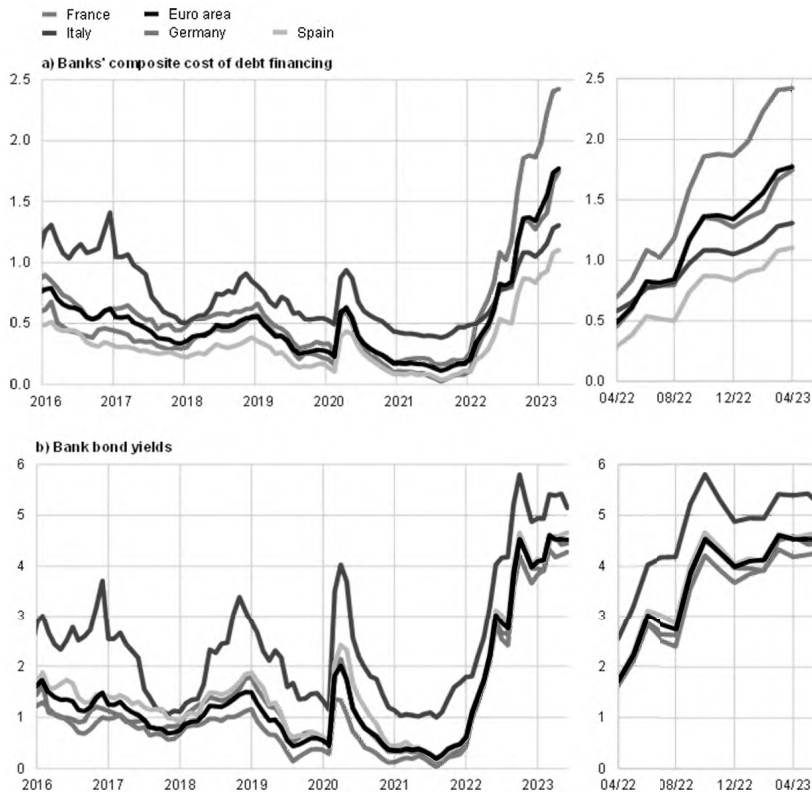


Рис. 18.4. Зведені ставки банківського фінансування в окремих країнах євросони, % річних

Джерело: Economic, financial and monetary developments / European Central Bank. Economic Bulletin. 2023. Iss. 5. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202305.en.html>.

При цьому загальна вартість депозитів розраховується як середнє значення нових бізнес-ставок за депозитами овернайт, депозитами з узгодженим терміном погашення та депозитами, що повертаються після повідомлення, зваженими на відповідні непогашені суми. Дохідність банківських облігацій є середньомісячним показником для облігацій пріоритетного траншу.

Унаслідок такої монетарної політики інфляція поступово знижується, але, за прогнозами, залишатиметься надто високою ще довго. Рада керуючих ЄЦБ має намір забезпечити своєчасне повернення інфляції до середньострокової цілі у 2 %. Тому на засіданні 15 червня 2023 р. вона вирішила підвищити три ключові процентні ставки ЄЦБ на 25 б. п., а на 27 липня 2023 р. – ще на стільки ж. Отже, про-

центну ставку за основними операціями рефінансування та процентні ставки за лінією граничного кредитування й депозитною лінією було збільшено до 4,25, 4,5 і 3,75 % відповідно з 2 серпня 2023 р.

Підвищення ставки відображає оцінку Радою керуючих прогнозів щодо інфляції, динаміки базової інфляції та сили трансмісії монетарної політики. Події, що відбулися після засідання 15 червня, підтверджують очікування, що інфляція знизиться далі до кінця 2023 р., але залишатиметься вищою за цільове значення протягом тривалого періоду. Минулі збільшення ставок тривають: умови фінансування знову посилилися й дедалі більше пригнічують попит, що є важливим фактором для повернення інфляції до цільового рівня.

Водночас попередні підвищення ставок Радою керуючих істотно позначаються на умовах фінансування та поступово впливають на всю економіку. Витрати на позики різко зросли, а збільшення кредитів уповільнюється. Жорсткіші умови фінансування є основною причиною прогнозування подальшого зниження інфляції до цільового рівня, оскільки очікується, що вони дедалі більше пригнічуватимуть попит.

Майбутні рішення Ради керуючих гарантуватимуть, що ключові процентні ставки ЄЦБ буде приведено до рівнів, достатньо обмежувальних для досягнення своєчасного повернення інфляції до середньострокової цілі у 2 %, і утримуватимуться на цих рівнях стільки, скільки буде потрібно. Рада керуючих продовжуватиме дотримуватися підходу, що залежить від даних, для визначення відповідного рівня й тривалості обмеження. Зокрема, її рішення щодо процентної ставки й далі ґрунтуватимуться на її оцінці прогнозу інфляції у світлі надходження економічних і фінансових даних, динаміки базової інфляції та потужності монетарної політики.

Посилення монетарної політики продовжує впливати на умови фінансування. Безризикові процентні ставки за коротко- й середньостроковими термінами погашення зросли в червні 2023 р., а фінансування стало дорожчим для банків, зокрема через поступове припинення цільових довгострокових операцій рефінансування ЄЦБ (TLTRO). Велике погашення TLTRO в червні пройшло гладко, оскільки банки були добре підготовлені. Середні кредитні ставки для бізнес-кредитів та іпотеки знову підвищилися в травні, до 4,6 і 3,6 % відповідно.

Вищі ставки за запозиченнями та пов'язані з ними скорочення планів витрат призвели до подальшого різкого падіння попиту на кредит у II кв., як повідомлялося в опитуванні банківського кредитування єврозони за липень 2023 р. Окрім того, кредитні стандарти для позик компаніям і домогосподарствам стали ще жорсткішими, оскільки банки дедалі більше турбуються про ризики, з якими стикаються їхні клієнти, та менше готові нести ці ризики. Жорсткіші умови фінансування також роблять житло не таким доступним і менш привабливим у ролі інвестиції, а попит на іпотечні кредити падає п'ятий квартал поспіль. На цьому тлі річні темпи зростання кредитування й далі знижувалися в червні, впавши до 3 % для підприємств та 1,7 % для домогосподарств із річними темпами зростання 0 і -0,2 % у II кв. відповідно. На тлі слабого кредитування

та скорочення балансу євросистеми річні темпи зростання широкої грошової маси уповільнилися до 0,6 % в червні з річним темпом зростання -1,1 % у II кв.¹

Доволі тривалий час економіка Японії страждала від стійкої дефляції. Для того, щоб її подолати й досягти цільового показника стабільності цін 2 %, **Банк Японії** запровадив кількісне та якісне пом'якшення монетарної політики (QQE) у квітні 2013 р. Після цього, у відповідь на розвиток економічної активності й цін, він продовжив посилювати пом'якшення монетарної політики. У січні 2016 р. центробанк вдавсь до політики від'ємної процентної ставки, запровадивши QQE з такою ставкою. Через значну концентрацію японських державних облігацій (JGB) на його балансі Банку Японії було складно досягти цільового показника грошової бази. Інституційні інвестори також висловлювали занепокоєння з приводу дедалі більшої нестачі JGB, зниження ліквідності та погіршення функціонування ринку JGB, а також від'ємної 10-річної прибутковості.

Можливо, саме тому у вересні 2016 р. Банк Японії запустив нову стратегію, відому як контроль кривої дохідності (yield curve control, YCC). По-перше, грошову базу було замінено двома чіткими цільовими процентними ставками: -0,1 % (застосовується до частини непогашеного сальдо поточного рахунку Банку Японії) та близько 0 % (для 10-річної прибутковості). По-друге, QQE з YCC триватиме стільки, скільки необхідно для стабільного досягнення цільового показника 2 %. По-третє, центробанк увів зобов'язання щодо перевищення рівня інфляції, згідно з яким грошова база буде розширюватися, доки базова інфляція не перевищить 2 % і стабільно залишатиметься більшою за 2 %. Банк Японії тримав прихований допуск ± 10 б. п. для відхилення прибутковості 10-річних JGB від цільового значення 0 %. У липні 2018 р. діапазон допустимих відхилень було розширено до ± 20 б. п., щоб урахувати нестабільність ринку, а згодом, у березні 2021 р., – до ± 25 б. п.

З такою монетарною політикою Банк Японії зустрів виклики пандемії COVID-19. Країни з розвинутою економікою вжили безпрецедентних монетарних і фінансових заходів, щоб пом'якшити її несприятливі економічні наслідки. На початку пандемія чинила сильний тиск на економіку Японії, тож для досягнення цілі цінової стабільності було потрібно більше часу. Враховуючи таку ситуацію, у березні 2021 р. центробанк проаналізував вплив монетарної політики та вніс корективи для її подальшого ефективного та сталого пом'якшення. Тим самим він чітко дав зрозуміти, що коливання дохідності 10-річних JGB, які раніше становили майже близько $\pm 0,1$ % цільового рівня, перебуватимуть у діапазоні близько $\pm 0,25$ % (Noguchi, 2022; Rogoff, & Lilley, 2020). Таким чином, можна констатувати, що реакція Банку Японії на загрози пандемії коронавірусу була досить стриманою щодо купівлі активів. Натомість він запустив нові однорічні кредитні програми під 0 %, покликані сприяти наданню банками кредитів внутрішньому приватному сектору зі збереженням YCC. Щоб стимулювати запозичення банків, було розширено пул прийнятної застави. Процентну ставку, застосовану до непогашених заишків на

¹ Economic, financial and monetary developments / European Central Bank. *Economic Bulletin*. 2023. Iss. 5. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202305.en.html>.

поточному рахунку Банку Японії, що відповідає непогашеним сумам цих позик, також було підвищено до 0,1 чи 0,2 %, аби пом'якшити несприятливий вплив політики від'ємних процентних ставок і сприяти кредитуванню банків. Цю програму було припинено в березні 2023 р.

У рамках УСС вдалося підтримувати обмінний курс єни відносно долара США в діапазоні від 105 до 115 єн понад п'ять років, до 2022 р., коли майже всі центробанки світу почали вживати жорсткіших заходів, щоб впоратися зі зростанням інфляції. Банк Японії був єдиним помітним винятком серед розвинутих економік. Ця відмінність процентних ставок, підтримувана УСС, була досить істотною, щоб спричинити значне знецінення єни. У жовтні 2022 р. її курс ненадовго перевищив 150 єн за долар США й відтоді повернувся до 130–140 єн із відчутними коливаннями, головним чином унаслідок зниження дохідності 10-річних облігацій у Сполучених Штатах і спекуляції щодо монетарної політики двох центробанків. Знецінення єни сприяло імпортній інфляції та призвело до інтервенції Міністерства фінансів на валютному ринку у вересні й жовтні 2022 р.

У грудні 2022 р. Банк Японії розширив діапазон допустимих відхилень щодо 10-річної цільової прибутковості до ± 50 б. п. Цей несподіваний крок спричинив значну волатильність на ринку облігацій JGB, головним чином через відмову Банку Японії від такої політики у вересні 2022 р. (При цьому попередні розширення діапазону допуску були спрямовані на збільшення коливань дохідності та можуть розглядатись як кроки до нормалізації УСС.) Це рішення було прийнято з метою виправити спотворення й покращити функціонування ринку облігацій.

Економіка Японії ще не досягла рівня, коли цільова цінова стабільність у 2 % може бути стійкою, тобто супроводжуватися внутрішнім попитом і підвищенням заробітної плати. На своїй останній прес-конференції 7 квітня 2023 р. колишній голова Банку Японії Х. Курода повторив, що зараз відбувається поступове підвищення заробітної плати, а давно вкорінене в суспільстві уявлення про те, що ціни й зарплати не зростають (так звана норма), здається, змінюється. Він також підкреслив, що нетрадиційне пом'якшення монетарної політики було досить ефективним, щоб вивести Японію з дефляції, та що цілі у 2 % не досягнуто через переважання "норми". Продовження починань Х. Куроди залежить від того, як Банк Японії на чолі з К. Уедою поставиться до його політики. У цьому аспекті важливо здійснити в широкій перспективі, що охоплює період у 25 років, перегляд монетарної політики, який на першому квітневому засіданні з монетарної політики нова політична рада центробанку пообіцяла провести протягом 1–1,5 року¹.

Фінансові ринки **країн із висхідною економікою та країн, що розвиваються** (Emerging Market Developing Economies, EMDE), насамперед відреагували на ті зміни, що відбулися в монетарній (процентній) політиці розвинутих країн, зокре-

¹ Bank of Japan's unconventional monetary easing brings global recognition as a bold, innovative practitioner / Asia Pathway, ADBInstitute. 2023. June 7. URL: <https://www.asiapathways-adbi.org/2023/06/bank-of-japans-unconventional-monetary-easing-brings-global-recognition-as-a-bold-innovative-practitioner/>.

ма ФРС США. У цілому після вересня 2021 р. очікування посилення ФРС зросли, а прибутковість коротких казначейських облігацій почала різко збільшуватися. Водночас портфельні й банківські потоки до EMDE, помітно відновившись після раптової зупинки, спричиненої пандемією наприкінці 2020 та на початку 2021 рр., різко впали до кінця року. Випуск облігацій у I кв. 2022 р. в EMDE був меншим, ніж у той самий період до цього, починаючи з 2016 р.

Унаслідок повномасштабного вторгнення РФ до України потоки акцій і боргу до EMDE у березні 2022 р. стали різко від'ємними, тоді як фінансові умови EMDE досягли найжорсткішого рівня з початку пандемії. Схильність інвесторів до ризику була підірвана війною в Україні, пандемічними обмеженнями мобільності в Китаї, слабкішою перспективою зростання та вищими процентними ставками в розвинутих економіках. Вплив шоків процентної ставки у США не обмежувався фінансовими змінними, оскільки вони також позначалися на економічній активності й інфляції споживчих цін в EMDE (Noguchi, 2022; Arteta, Kamin, & Ruch, 2022).

Остаточний вплив підвищення процентних ставок у США залежав від типів потрясінь, що їх викликають: 1) інфляційних очікувань (інфляційні шоки), 2) змін у політиці центрального банку (шоки реакції) або 3) пожвавлення економічної активності (реальні шоки). Аналіз показує, що швидке підвищення процентних ставок у США відображало зростання інфляційних очікувань, а особливо сприйняту зміну функції реакції ФРС у бік агресивнішої позиції. З огляду на постійне підвищення процентних ставок у США, що зумовлене переважно інфляцією й реакційними шоками, перспективи для EMDE були надзвичайно тривожними. Крім того, жорсткіші умови фінансування змушують уряди країн EMDE скорочувати витрати, щоб покращити первинні бюджетні залишки та зменшити державний борг. Ці несприятливі результати контрастують із наслідками реальних шоків для процентних ставок у США, викликаних активнішою економічною діяльністю, які зазвичай мають набагато кращий вплив на фінансові умови в країнах, що розвиваються. Хоча реальні потрясіння процентних ставок у США також пов'язані зі збільшенням основного сальдо бюджету, це свідчить про покращення в зборі доходів, а також зниження витрат. До того ж реакційні шоки значно підвищували ймовірність кризи, особливо валютної. Вони також можуть посилити проциклічні скорочення бюджетних витрат EMDE. Зрештою, ці потрясіння могли призвести до фінансової кризи в деяких EMDE (Arteta, Kamin, & Ruch, 2022).

Історично так склалося, що багато центробанків країн із висхідними економіками мали менші можливості, ніж їхні партнери з розвинутою економікою, щоб пом'якшити налаштування монетарної політики, коли економічні умови погіршуються. Одне з побоювань полягало в тому, що це може призвести до девальвації обмінного курсу. Хоча девальвація зазвичай підтримує економіку за рахунок чистого експорту, вона також може спричинити значне й стійке зростання інфляції, якщо інфляційні очікування недостатньо закріплені. Крім того, зниження обмінного курсу може призвести до погіршення фінансових умов країн із висхідною економікою, якщо зниження курсу збільшить витрати на обслуговування та погашення

нехеджованого боргу в іноземній валюті. Також різке знецінення може спричинити чималий відтік капіталу, якщо іноземні інвестори з нехеджованими активами в місцевій валюті продають свої активи, намагаючись обмежити втрати (Pordeli, Schofer, & Sutton, 2021).

Утім, враховуючи як реакцію країн із розвинутою економікою, так і безпосередній вплив пандемії коронавірусу, у країнах із висхідними економіками розпочався процес зниження процентних ставок (у багатьох випадках – до історичного мінімуму).

Народний банк Китаю знизив процентні ставки, що в поєднанні з іншими інструментами вивільнило на ринок близько 2,7 трлн юанів середньо- й довгострокової ліквідності¹.

Як показують дослідження китайських учених, існують динамічні кореляції між процентною ставкою, розривом випуску та розривом інфляції. По-перше, розрив випуску має очевидну характеристику пристосування до впливу процентної ставки й інфляційного розриву. У період пандемії COVID-19 вплив шоку процентної ставки на розрив випуску є істотно негативним, що вказує на те, що коригування політики процентних ставок Китаю у відповідь на COVID-19 може стимулювати інвестиції та споживчий попит, тим самим сприяючи ефективному розподілу коштів, соціальних ресурсів, щоб досягти мети стабілізації економіки. По-друге, вплив інфляційного розриву на процентну ставку демонструє чергування позитивних і негативних ефектів на етапах, але цей вплив поступово зменшився останніми роками. Це вказує на те, що коригування монетарної політики послабило гальмівний вплив на інфляцію. Фіскальна політика повинна відігравати роль допоміжного інструменту розв'язання проблеми дисбалансу попиту й пропозиції. По-третє, процентна ставка має характеристики таргетування розриву виробництва та розриву інфляції в короткостроковій перспективі. Коли інфляція або розрив виробництва зростає, процентна ставка відповідно реагує підвищенням її рівня, а це вказує на те, що монетарна політика Китаю дотримується нелінійного правила Тейлора, яке змінюється в часі. Крім того, останніми роками, особливо після спалаху COVID-19, вплив розриву інфляції й розриву виробництва на процентну ставку мав тенденцію до зниження, отже, регулювання монетарної політики КНР щодо інфляції та розриву виробництва послабилося. Це також свідчить про те, що монетарна політика проводиться з урахуванням досвіду подолання криз у минулому, що робить її більш зрілою, а режим її регулювання – помірнішим і точнішим. Водночас коефіцієнти реагування процентної ставки на вплив інфляції й розриву виробництва різні. Порівняно з таргетуванням розриву виробництва, монетарна політика має більш очевидну перевагу щодо контролю інфляції. Помітно, що існує компроміс між економічним зростанням та ціновою стабільністю. Коли настає криза, відповідні відомства Китаю приділяють більшу увагу стабільності розриву виробництва. Однак після кризи через надмірну емісію грошей, як правило, йде широкомасштабна інфляція, тому фокус монетарної влади зміщується на стабілізацію цін.

¹ 新冠疫情冲击下的货币政策：目标、立场与操作 // 宏观研究. 专题报告 2020 年 2 月 12 日 - iii + 18 p. URL: http://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202002141375116148_1.pdf.

Наведені результати дослідження показують, що процентна ставка, інфляційний розрив і розрив обсягу випуску тісно корелюють між собою, тому регуляторам слід звернути увагу на їх взаємодію. Це сприятиме розумінню внутрішнього механізму реалізації монетарної політики. По-друге, монетарна політика орієнтована на реальний час і асиметрична. У постпандемічний період економічна ситуація є складною й мінливою. Тому врахування макроекономічних змін у монетарній політиці може стати основою для розроблення центробанком стратегії й коригування мінливих у часі цілей.

Наразі, з досягненням ефективного контролю над пандемією COVID-19, новим викликом для відновлення економіки стала інфляція. За таких обставин монетарна політика повинна бути більш гнучкою й поміркованою, а не радикальною. Народний банк Китаю може також використовувати інноваційні інструменти монетарної політики, такі як програми середньострокового кредитування (Medium-term Lending Facility, MLF), щоб поглибити канали передавання процентної ставки. Він може реалізувати ефективну координацію між традиційною та нетрадиційною монетарною політикою, а потім подолати наслідки COVID-19 (Zhou, Huang, & Wang, 2022).

Резервний Банк Індії (РБІ) 27 березня 2020 р. знизив ставку РЕПО на 75 б. п., зворотного РЕПО – на 90 б. п., а також вимоги до співвідношення зобов'язань на вимогу і строкових депозитів (Cash Reserve Ratio) – на 1 %. Після цього відбулося ще одне зниження ставки зворотного РЕПО, на 25 б. п., та зменшення коефіцієнта покриття ліквідністю для комерційних банків, до 80 % від попередньої вимоги. Згодом, 22 травня, РБІ додатково знизив ставку РЕПО на 40 б. п., тож загалом її зниження протягом березня – травня 2020 р. сягнуло 115 б. п.; ставку зворотного РЕПО теж було додатково зменшено на 40 б. п. Резервний банк Індії вдався до таких кроків, незважаючи на те що інфляція споживчих цін у березні становила 5,91 %, тобто більше від цільового діапазону РБІ у 2–6 %, та лише трохи знизилася з 6,58 % в лютому 2020 р. Центробанк зробив це, попри ймовірність того, що інфляція споживчих цін може прискоритися з огляду на карантин та інші дисбаланси в пропозиції на ціни продовольства та девальвації обмінного курсу на вартість імпорту. Отже, оскільки інфляційні очікування стали більш закріпленими, РБІ мав змогу тимчасово не враховувати досягнення інфляцією верхньої межі цільового діапазону центробанку, відреагувавши таким чином на цей винятковий шок.

Найістотнішим зниженням процентної ставки в усіх країнах відзначився **Центральний банк Турецької Республіки**, – на 300 б. п. Монетарна політика центробанку в умовах пандемії коронавірусу була щонайменше неортодоксальною. Великою мірою це пов'язано з фактичною залежністю центрального банку від виконавчої влади, зокрема впливу президента країни Р. Ердогана. Утім, його погляди на економічну політику не зовсім звичайні.

У результаті центробанк Туреччини був змушений знизити свою облікову ставку, навіть якщо річна інфляція досягла майже 20 %. Хоча більшість центробанків за таких умов вдаються до агресивнішої політики, центральний банк Туреччини знизив процентні ставки лише на 4 % з вересня 2021 р. Погляд президента Р. Ердогана

на взаємодію процентних ставок та інфляції ґрунтується на твердженнях наукової школи неофішеризму, згідно з якими за певних обставин (як це було на розвинутих ринках після великої фінансової кризи) центральні банки не можуть спровокувати інфляцію шляхом зменшення процентних ставок. Тому вони повинні мати можливість знизити інфляцію шляхом зменшення цільових процентних ставок замість їх підвищення, як того вимагає ортодоксальний монетаризм. Р. Ердоган, котрий до початку своєї політичної кар'єри був бізнесменом, став свідком негативних наслідків високої або нестабільної вартості запозичень. На його думку, коли компаніям доводиться платити більше, щоб позичити гроші на операційні витрати, вони перекладають вищі витрати на споживачів, а це призводить до зростання інфляції.

З точки зору критиків цієї теорії, проблема полягає в тому, що підходи, які можна застосувати на розвинутих ринках, не обов'язково будуть ефективними в країнах із висхідними економіками, таких як Туреччина. Коли економіки, що розвиваються, в умовах зростання інфляції обмежують процентні ставки, то ризикують втратити довіру інвесторів, а їхні валюти несуть основний тягар збитків. Відтоді як Ердоган став президентом Туреччини у 2014 р., ліра втратила майже 80 % вартості, причому 35 % тільки у 2021 р. До цього призвела ціла низка факторів, включаючи геополітичну напруженість у відносинах із Заходом, дефіцит поточного рахунку, скорочення валютних резервів, зростання боргу та, що найважливіше, відмову в дозволі центробанку діяти незалежно (Gaggar, 2021).

Центробанки **Бразилії, Мексики, Перу та ПАР** також знизили ставки більше ніж на 200 б. п., а **Чилі, Колумбія, Гонконг, Ізраїль, Індія, Філіппіни, Сінгапур, ОАЕ та В'єтнам** – більш як на 100 б. п. Реакція політики процентної ставки в країнах із висхідною економікою взагалі відрізнялася від інших епізодів кризи. Раніше бажання центробанків зменшити ставки були пом'якшені побоюваннями відтоку капіталу, якщо обмінний курс знизиться. Як наслідок, під час криз зазвичай спостерігалось підвищення страхових ставок. Проте під час кризи COVID-19 центральні банки країн із висхідною економікою, навпаки, змогли наслідувати центробанки розвинутих країн та знизити процентні ставки. Цьому сприяли два фактори. По-перше, циклічна позиція країн із висхідною економікою надала більші можливості для пом'якшення монетарної політики, тоді як структурні зміни покращили закріплення інфляційних очікувань і утримали передання шоку на валютний курс. По-друге, швидке пом'якшення монетарної політики ФРС США й іншими центральними банками розвинутих країн заспокоїло світову фінансову ситуацію. Ця політика обмежила тиск зміцнення курсу долара США, що є фактором ризику для країн із висхідною економікою, та відкрила перед ними ширші можливості для зниження процентних ставок (Bhatta, 2022; Milstrein, & Wessel, 2021).

18.4. Порівняльний аналіз кореляції змін облікової ставки центральных банків та інфляції в країнах Східної Європи

Монетарна політика **Національного банку Польщі (НБП)**, яка проводиться відповідно до режиму інфляційного таргетування (IT), залишається традиційною. Польський центральний банк має можливість змінювати основний інструмент монетарної

політики, тобто короткострокову процентну ставку, в обох напрямках (Demchuk et al., 2012). Однак це не означає, що аналіз трансмісійного механізму монетарної політики не має жодних обмежень. Основна проблема, яка обмежує моделювання в цій сфері, пов'язана з відсутністю варіативності облікової ставки НБП, дуже низькою волатильністю шоків монетарної політики, ідентифікованих різними методами, повною передбачуваністю монетарних рішень протягом останніх років та усталеними очікуваннями приватного сектору щодо стабільності облікової ставки НБП у найближчому майбутньому. За цих обставин робити висновки про потужність і часовий лаг механізму, через який потенційні зміни короткострокової процентної ставки впливатимуть на економіку, складніше, ніж раніше. Таким чином, видається ймовірною гіпотеза, що економічні агенти, які звикли до стабільних процентних ставок і очікують їх збереження на поточному рівні, можуть реагувати на потенційні зміни параметрів монетарної політики інакше, ніж у минулому. Це ілюструється результатами, отриманими на основі моделей зі змінними в часі параметрами, зокрема високою невизначеністю поточних функцій відгуку різних змінних на шоки монетарної політики.

Результати, наведені в дослідженні, показують: крім зростання невизначеності інфляційних очікувань, рішення НБП щодо короткострокових процентних ставок впливають на низку макроекономічних змінних, а через них – на економічну активність та інфляцію (табл. 18.3).

Таблиця 18.3

Порівняння змін облікової ставки та ІСЦ у Польщі, %

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.07.2018	3,5	2,0
01.08.2018	3,5	2,0
01.09.2018	3,5	1,9
01.10.2018	3,5	1,8
01.11.2018	3,5	1,3
01.12.2018	3,5	1,1
01.01.2019	3,5	0,7
01.02.2019	3,5	1,2
01.03.2019	3,5	1,7
01.04.2019	3,5	2,2
01.05.2019	3,5	2,4
01.06.2019	3,5	2,6
01.07.2019	3,5	2,9
01.08.2019	3,5	2,9
01.09.2019	3,5	2,6

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 18.3

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.10.2019	3,5	2,5
01.11.2019	3,5	2,6
01.12.2019	3,5	3,4
01.01.2020	3,5	4,3
01.02.2020	3,5	4,7
01.03.2020	2,5	4,6
01.04.2020	2,0	3,4
01.05.2020	1,5	2,9
01.06.2020	1,5	3,3
01.07.2020	1,5	3,0
01.08.2020	1,5	2,9
01.09.2020	1,5	3,2
01.10.2020	1,5	3,1
01.11.2020	1,5	3,0
01.12.2020	1,5	2,4
01.01.2021	1,5	2,6
01.02.2021	1,5	2,4
01.03.2021	1,5	3,2
01.04.2021	1,5	4,3
01.05.2021	1,5	4,7
01.06.2021	1,5	4,4
01.07.2021	1,5	5,0
01.08.2021	1,5	5,5
01.09.2021	1,5	5,9
01.10.2021	2,0	6,8
01.11.2021	2,75	7,8
01.12.2021	3,25	8,6
01.01.2022	3,75	9,4
01.02.2022	4,25	8,5
01.03.2022	5,0	11,0
01.04.2022	6,0	12,4
01.05.2022	6,75	13,9
01.06.2022	7,5	15,5

Закінчення табл. 18.3

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.07.2022	8,0	15,6
01.08.2022	8,0	16,1
01.09.2022	8,25	17,2
01.10.2022	8,25	17,9
01.11.2022	8,25	17,5
01.12.2022	8,25	16,6

Складено за даними офіційного сайту Національного банку Польщі. URL: <https://nbp.pl>.

Порівняння динаміки ІСЦ і рішень Комітету з монетарної політики НБП щодо рівня облікової ставки в Польщі вказує на неістотну різницю в характері змін, а також, у більшості випадків (починаючи з 1 січня 2020 р.), на істотне перевищення рівня інфляції над обліковою ставкою. Цікаво, що значення облікової ставки перевищувало рівень інфляції до початку пандемії COVID-19. Імовірно, це було пов'язано з ризиком “перегріву” польської економіки, коли зростання ВВП у 2017 р. сягнуло 4,6 %, що є найвищим річним показником із 2011 р. (Karkowska, & Pawłowska, 2017).

Проведений кореляційний аналіз між обліковою ставкою та ІСЦ до відповідного місяця попереднього року засвідчив, що між результативною Y (рівень інфляції) та факторною X (рівень облікової ставки) ознаками існує тісний кореляційний зв'язок. Коефіцієнт кореляції становить 0,832248. Це вказує на наявність тісного зв'язку між зміною облікової ставки й рівнем інфляції в економіці Польщі (рис. 18.5).

За результатами кореляційного аналізу логічно було б припустити, що, коли інфляція зростає, облікова ставка підвищується, але, як показує дослідження, це не є

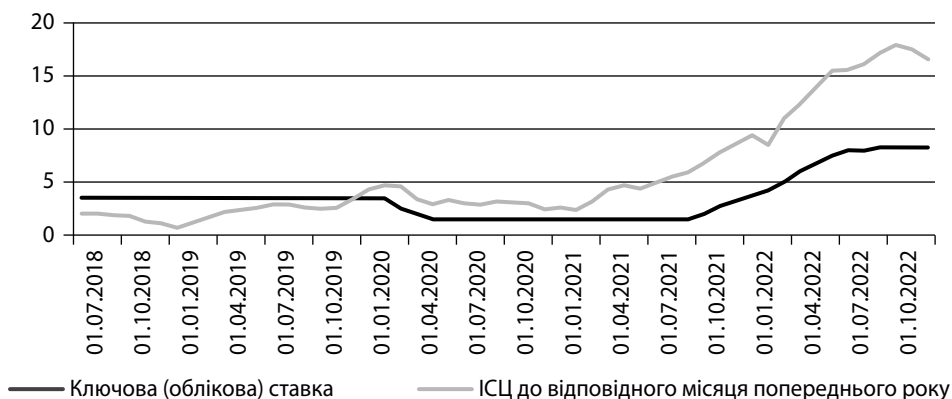


Рис. 18.5. Кореляція ІСЦ та облікової ставки НБП

Побудовано за даними офіційного сайту Національного банку Польщі. URL: <https://nbp.pl>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

закономірним явищем (див. табл. 18.3). По-перше, є період, коли облікова ставка майже дорівнювала темпу інфляції (01.12.2019). По-друге, облікова ставка перевищувала темп інфляції з 1 липня 2018 р. до 1 грудня 2019 р., що, ймовірно, пов'язано з ризиком “перегріву” польської економіки, коли обсяг видатків домогосподарств у 2017 р. становив 61 % ВВП країни. Це найвищий показник за останніх 10 років (збільшення внутрішніх витрат на 4,7 % порівняно з 2016 р.) (Niedźwiedzińska, 2020). По-третє, фактором, що послаблює вплив імпульсів монетарної політики НБП і водночас зменшує лаги трансмісії, є нижчий рівень розвитку фінансової системи, ніж у більш розвинутих країнах, та обмежена роль банківського кредиту серед джерел фінансування польських підприємств. По-четверте, ступінь негнучкості цін і заробітної плати в польській економіці є нижчим, ніж у більш розвинутих країнах. У поєднанні із сильнішим впливом обмінного курсу на ціни це повинне збільшити вплив монетарної політики на інфляцію. Однак аналіз негнучкості ринку праці є складним питанням. Отже, загальним трендом монетарної політики НБП є перевищення темпів фактичної інфляції над рівнем облікової ставки, що відповідає тенденції перебігу цього явища в розвинутих країнах світу.

Виконаний аналіз дає підстави для висновку, що в Польщі темпи інфляції перевищують ключову ставку (табл. 18.4).

Таблиця 18.4

Співвідношення ІСЦ та облікової ставки НБП

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.07.2018	3,5	2,0	0,57
01.08.2018	3,5	2,0	0,57
01.09.2018	3,5	1,9	0,54
01.10.2018	3,5	1,8	0,51
01.11.2018	3,5	1,3	0,37
01.12.2018	3,5	1,1	0,31
01.01.2019	3,5	0,7	0,2
01.02.2019	3,5	1,2	0,34
01.03.2019	3,5	1,7	0,49
01.04.2019	3,5	2,2	0,63
01.05.2019	3,5	2,4	0,69
01.06.2019	3,5	2,6	0,74
01.07.2019	3,5	2,9	0,83
01.08.2019	3,5	2,9	0,83
01.09.2019	3,5	2,6	0,74
01.10.2019	3,5	2,5	0,71

Продовження табл. 18.4

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.11.2019	3,5	2,6	0,74
01.12.2019	3,5	3,4	0,97
01.01.2020	3,5	4,3	1,23
01.02.2020	3,5	4,7	1,34
01.03.2020	2,5	4,6	1,84
01.04.2020	2,0	3,4	1,7
01.05.2020	1,5	2,9	1,93
01.06.2020	1,5	3,3	2,2
01.07.2020	1,5	3,0	2,0
01.08.2020	1,5	2,9	1,93
01.09.2020	1,5	3,2	2,13
01.10.2020	1,5	3,1	2,06
01.11.2020	1,5	3,0	2,0
01.12.2020	1,5	2,4	1,6
01.01.2021	1,5	2,6	1,73
01.02.2021	1,5	2,4	1,6
01.03.2021	1,5	3,2	2,13
01.04.2021	1,5	4,3	2,87
01.05.2021	1,5	4,7	3,13
01.06.2021	1,5	4,4	2,93
01.07.2021	1,5	5,0	3,33
01.08.2021	1,5	5,5	3,67
01.09.2021	1,5	5,9	3,93
01.10.2021	2,0	6,8	3,4
01.11.2021	2,75	7,8	2,84
01.12.2021	3,25	8,6	2,65
01.01.2022	3,75	9,4	2,5
01.02.2022	4,25	8,5	2,0
01.03.2022	5,0	11,0	2,2
01.04.2022	6,0	12,4	2,06
01.05.2022	6,75	13,9	2,06
01.06.2022	7,5	15,5	2,07

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 18.4

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.07.2022	8,0	15,6	1,95
01.08.2022	8,0	16,1	2,01
01.09.2022	8,25	17,2	2,08
01.10.2022	8,25	17,9	2,17
01.11.2022	8,25	17,5	2,12
01.12.2022	8,25	16,6	2,01

Р о з р а х о в а н о та складено за даними офіційного сайту Національного банку Польщі. URL: <https://nbp.pl>.

Як свідчать наведені розрахунки, співвідношення ІСЦ та облікової ставки з початком пандемії відбувається наростаючим підсумком. З 1 січня 2020 р. спостерігається тенденція перевищення рівня інфляції над обліковою ставкою, що пояснюється низькою активністю процентного каналу. Моделі зі змінними в часі параметрами загалом підтверджують ці результати, однак вони також показують, що волатильність короткострокових шоків процентної ставки останнім часом різко зменшилася (див. табл. 18.4). Це означає, що оцінка реакції основних макроекономічних агрегатів на типові рішення монетарної політики є предметом істотної невизначеності.

Емпіричні моделі з незмінними в часі параметрами показують, що посилення монетарної політики супроводжується зростанням обмінного курсу, зниженням кредитної активності й різних показників економічної діяльності, а також інфляцією. У випадку інфляційної реакції ця невизначеність може додатково виникати через послаблення тиску внутрішнього попиту на цінову динаміку. Це узгоджується з останніми дослідженнями, які свідчать про зростання впливу глобальних чинників на внутрішню інфляцію (Chmielewski et al., 2020).

Канал процентних ставок підтримується розвитком системи фінансового посередництва та високим рівнем конкуренції в секторі комерційних банків. Водночас він підринається низьким рівнем банківського кредиту у фінансуванні інвестицій, високим загальним коефіцієнтом адекватності капіталу й великими портфелями ліквідних активів у банках. Останні фактори теж підринають функціонування кредитного каналу, який, з іншого боку, посилюється чималим внеском малих і середніх підприємств у загальний обсяг виробництва. Цей ефект, однак, не є істотним. Малі й середні підприємства не мають альтернативних зовнішніх джерел фінансування, а покладаються переважно на внутрішні джерела.

Аналіз структурних факторів, що впливають на трансмісійний механізм облікової ставки, свідчить про те, що в польській економіці основні канали трансмісії повинні бути активними. Канал обмінного курсу підтримується збільшенням відкритості економіки та зростанням ролі імпорту в споживанні, проте він підринається тим фактом, що зовнішня торгівля відбувається здебільшого в рамках

глобальних ланцюгів доданої вартості. Фактором, який посилює канал грошових потоків домогосподарств, є переважання банківських кредитів із плаваючою процентною ставкою, а фактором, що підриває цей канал, є порівняно мала частка домогосподарств, які мають заборгованість.

Відповідно до Закону 2001 р. “Про Угорський національний банк”, уряд Угорщини приймає рішення про вибір режиму обмінного курсу за погодженням із центральним банком (Horvath, Kaszab, & Marsal, 2020). Починаючи з 26 лютого 2008 р. курс форинта вільно плаває відносно євро як базової валюти, при цьому на валютному ринку він визначається взаємодією попиту та пропозиції. Головною метою **Угорського національного банку** (УНБ), що закріплена в його статуті, є досягнення та утримання цінової стабільності. З літа 2001 р. він запровадив режим інфляційного таргетування монетарної політики. У рамках ІТ центробанк прагне досягти публічно оголошеного рівня інфляції, використовуючи наявні в його розпорядженні інструменти монетарної політики. Прозорість і підзвітність монетарної політики є найважливішими ознаками режиму ІТ.

Досягнення інфляційної цілі можливе шляхом зміни базової ставки центрального банку на відповідному рівні залежно від ситуації в економіці. В Угорщині за встановлення облікової ставки відповідає Монетарна рада, вищий орган управління УНБ. Вона збирається в разі потреби, зазвичай двічі, але не рідше ніж раз на місяць, згідно із заздалегідь оголошеним графіком. На одному з щомісячних засідань встановлюються процентні ставки, й робиться це простою більшістю голосів присутніх членів. У разі рівного розподілу голосів вирішальним є голос голови УНБ. Якщо голова не може голосувати, право вирішального має голос його заступника. У день ухвалення рішення про процентну ставку Монетарна рада оприлюднює заяву з поясненням причин свого рішення. Скорочені протоколи її засідань із визначення процентної ставки регулярно публікуються перед наступним таким засіданням. Мета протоколу – підвищити прозорість процесу прийняття рішень із монетарної політики та надати економічним суб'єктам глибше розуміння оцінки радою поточних економічних умов. Оприлюднення результатів голосування робить відповідальних за ухвалення рішень підзвітними щодо їхнього внеску у виконання мандата з підтримки цінової стабільності, визначеного парламентом.

Важливою складовою режиму ІТ та прийняття рішень із монетарної політики є щоквартальний прогноз інфляції, який наводиться в інфляційному звіті. Основною функцією прогнозу інфляції є сприяння ухваленню ефективних рішень із монетарної політики. Прогнози базуються на припущенні про ендогенну монетарну політику. Це означає, що прогнозована макроекономічна траєкторія містить зворотний зв'язок від монетарної політики, яка реагує на інфляцію та зміни в реальному секторі економіки.

Ухвалюючи рішення з монетарної політики, Монетарна рада враховує базову траєкторію прогнозу УНБ, пов'язану з нею невизначеність, а також сценарії ризиків, що вважаються релевантними. Однак процес прийняття рішень не є механічним, оскільки, крім прогнозу центробанку, рада може брати до уваги й інші аспекти (табл. 18.5).

**ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ**

Таблиця 18.5

Порівняння змін облікової ставки та ІСЦ в Угорщині, %

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
25.05.2016	0,9	2,1
01.02.2018	0,9	1,9
01.03.2018	0,9	2,0
01.04.2018	0,9	2,3
01.05.2018	0,9	2,8
01.06.2018	0,9	3,1
01.07.2018	0,9	3,4
01.08.2018	0,9	3,4
01.09.2018	0,9	3,6
01.10.2018	0,9	3,8
01.11.2018	0,9	3,1
01.12.2018	0,9	2,7
01.01.2019	0,9	2,7
01.02.2019	0,9	3,1
01.03.2019	0,9	3,7
01.04.2019	0,9	3,9
01.05.2019	0,9	3,9
01.06.2019	0,9	3,4
01.07.2019	0,9	3,3
01.08.2019	0,9	3,1
01.09.2019	0,9	2,8
01.10.2019	0,9	2,9
01.11.2019	0,9	3,4
01.12.2019	0,9	4,0
01.01.2020	0,9	4,7
01.02.2020	0,9	4,4
01.03.2020	0,9	3,9
01.04.2020	0,9	2,4
01.05.2020	0,9	2,2
24.06.2020	0,75	2,9

Закінчення табл. 18.5

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
22.07.2020	0,6	3,8
01.08.2020	0,6	3,9
01.09.2020	0,6	3,4
01.10.2020	0,6	3,0
01.11.2020	0,6	2,7
01.12.2020	0,6	2,7
01.01.2021	0,6	2,7
01.02.2021	0,6	3,1
01.03.2021	0,6	3,7
01.04.2021	0,6	5,1
01.05.2021	0,6	5,1
23.06.2021	0,9	5,3
28.07.2021	1,2	4,6
25.08.2021	1,5	4,9
22.09.2021	1,65	5,5
20.10.2021	1,8	6,5
17.11.2021	2,1	7,4
15.12.2021	2,4	7,4
26.01.2022	2,9	7,9
23.02.2022	3,4	8,3
23.03.2022	4,4	8,5
27.04.2022	5,4	9,5
01.05.2022	5,4	10,7
01.06.2022	5,9	11,7
29.06.2022	7,75	13,7
13.07.2022	9,75	15,6
27.07.2022	10,75	20,1
31.08.2022	11,75	21,1
28.09.2022	13,0	22,5
01.12.2022	13,0	24,5

Складено за даними офіційного сайту Угорського національного банку. URL: <https://mnbb.hu>.

Порівняння динаміки ІСЦ і рішень Монетарної ради УНБ щодо рівня облікової ставки показує відносну стабільність останньої, навіть під час активної фази пандемії. Незначне зниження облікової ставки (з 0,9 до 0,6 %) 22 липня 2020 р. вказувало на збільшення ролі стимулюючих заходів у напрямі поживлення сукупного попиту в економіці, викликаного пандемією COVID-19, що в кінцевому підсумку призвело (з 01.03.2021) до посилення інфляційного тиску (див. табл. 18.5).

Проведений кореляційний аналіз між обліковою ставкою та ІСЦ до відповідного місяця попереднього року засвідчив, що між результативною Y (рівень інфляції) та факторною X (рівень облікової ставки) ознаками існує тісний кореляційний зв'язок. Коефіцієнт кореляції становить 0,983193. Це вказує на наявність тісного зв'язку між зміною облікової ставки й рівнем інфляції в економіці Угорщини (рис. 18.6).

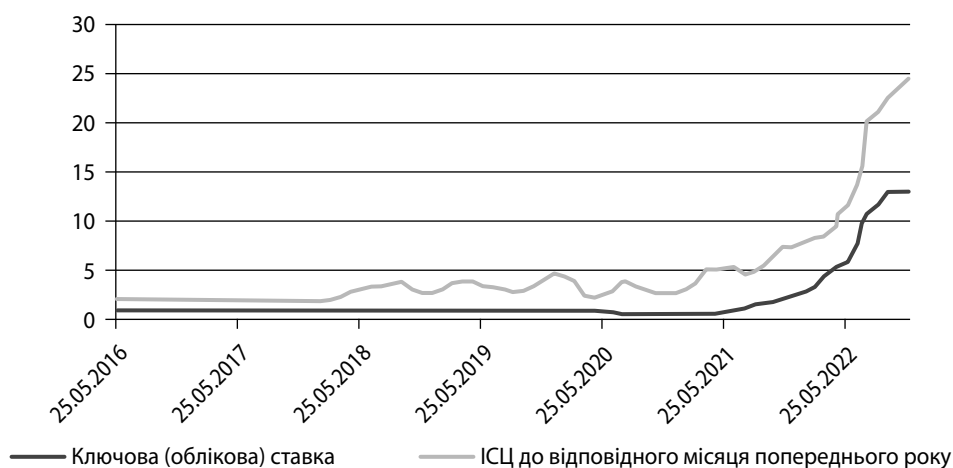


Рис. 18.6. Кореляція ІСЦ та облікової ставки УНБ

Побудовано за даними офіційного сайту Угорського національного банку. URL: <https://mnbb.hu>.

Результати аналізу свідчать, що облікова ставка підвищується у відповідь на зростання інфляції (див. табл. 18.5). На засіданні 28 вересня 2022 р. Монетарна рада встановила облікову ставку на рівні 13 %, що стало історичною подією з моменту проголошення режиму ІТ. По-перше, канал обмінного курсу є досить потужним у визначенні динаміки інфляційних процесів в Угорщині; підвищення (зниження) базової ставки генерує приплив/відплив капіталу за умови, що сприйняття ризику інвесторами є незмінним. По-друге, динаміка іноземного капіталу є важливим фактором, який впливає на курс форинта, що, у свою чергу, зміцнює чи послаблює обмінний курс форинта відносно євро. Зміна обмінного курсу позначається на інфляції з боку попиту через чисту торгівлю й водночас безпосередньо впливає на ціни імпортованих товарів, виражені у форинтах. По-третє, канал очікувань відіграє ключову роль у визначенні динаміки інфляції. Одне з пояснень цього полягає в тому, що на розвиток реального сектору економіки та інфляцію можуть вплива-

ти як поточні рішення центрального банку стосовно процентної ставки, так і його очікувана поведінка. Якщо центробанк має достатньо надійні зобов'язання щодо цінової стабільності, то економічні суб'єкти прийматимуть рішення про встановлення цін та заробітної плати, виходячи з того, що саме ціль центрального банку визначатиме середньострокову перспективу інфляції. У цьому випадку інфляційні очікування вважаються "заякореними", що є необхідною умовою підтримки цінової стабільності й істотно полегшує для центробанку повернення інфляції до цілі в разі виникнення несприятливого шоку. Отже, загальним трендом монетарної політики УНБ є перевищення темпів фактичної інфляції над рівнем облікової ставки, що відповідає тенденції перебігу цього явища в країнах Східної Європи.

Проведений аналіз дає підстави для висновку, що в Угорщині темпи інфляції перевищують ключову ставку (табл. 18.6).

Таблиця 18.6

Співвідношення ІСЦ та облікової ставки УНБ

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ/ключова ставка, разів
25.05.2016	0,9	2,1	2,33
01.02.2018	0,9	1,9	2,11
01.03.2018	0,9	2,0	2,22
01.04.2018	0,9	2,3	2,56
01.05.2018	0,9	2,8	3,11
01.06.2018	0,9	3,1	3,44
01.07.2018	0,9	3,4	3,78
01.08.2018	0,9	3,4	3,78
01.09.2018	0,9	3,6	4,0
01.10.2018	0,9	3,8	4,22
01.11.2018	0,9	3,1	3,44
01.12.2018	0,9	2,7	3,0
01.01.2019	0,9	2,7	3,0
01.02.2019	0,9	3,1	3,44
01.03.2019	0,9	3,7	4,11
01.04.2019	0,9	3,9	4,33
01.05.2019	0,9	3,9	4,33
01.06.2019	0,9	3,4	3,78
01.07.2019	0,9	3,3	3,67
01.08.2019	0,9	3,1	3,44
01.09.2019	0,9	2,8	3,11

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 18.6

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ/ключова ставка, разів
01.10.2019	0,9	2,9	3,22
01.11.2019	0,9	3,4	3,78
01.12.2019	0,9	4,0	4,44
01.01.2020	0,9	4,7	5,22
01.02.2020	0,9	4,4	4,89
01.03.2020	0,9	3,9	4,33
01.04.2020	0,9	2,4	2,67
01.05.2020	0,9	2,2	2,44
24.06.2020	0,75	2,9	3,87
22.07.2020	0,6	3,8	6,33
01.08.2020	0,6	3,9	6,5
01.09.2020	0,6	3,4	5,67
01.10.2020	0,6	3,0	5,0
01.11.2020	0,6	2,7	4,5
01.12.2020	0,6	2,7	4,5
01.01.2021	0,6	2,7	4,5
01.02.2021	0,6	3,1	5,17
01.03.2021	0,6	3,7	6,17
01.04.2021	0,6	5,1	8,5
01.05.2021	0,6	5,1	8,5
23.06.2021	0,9	5,3	5,89
28.07.2021	1,2	4,6	3,83
25.08.2021	1,5	4,9	3,27
22.09.2021	1,65	5,5	3,33
20.10.2021	1,8	6,5	3,61
17.11.2021	2,1	7,4	3,52
15.12.2021	2,4	7,4	3,08
26.01.2022	2,9	7,9	2,72
23.02.2022	3,4	8,3	2,44
23.03.2022	4,4	8,5	1,93
27.04.2022	5,4	9,5	1,76

Закінчення табл. 18.6

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ/ключова ставка, разів
01.05.2022	5,4	10,7	1,98
01.06.2022	5,9	11,7	1,98
29.06.2022	7,75	13,7	1,77
13.07.2022	9,75	15,6	1,6
27.07.2022	10,75	20,1	1,87
31.08.2022	11,75	21,1	1,8
28.09.2022	13,0	22,5	1,73
01.12.2022	13,0	24,5	1,88

Розраховано та складено за даними офіційного сайту Угорського національного банку. URL: <https://mnb.hu>.

Як свідчать наведені розрахунки, співвідношення ІСЦ та облікової ставки з початком активної фази пандемії помітно зросло. З 1 листопада 2019 р. спостерігається тенденція значного перевищення рівня інфляції над обліковою ставкою, що можна пояснити низькою активністю процентного каналу (див. табл. 18.6).

Отже, монетарна політика має потужний вплив на макроекономічну динаміку через канали, розглянуті вище, з певним часовим лагом. Сила та стійкість впливу на інфляцію також залежать від характеру шоку, який спричиняє відхилення інфляції від інфляційної цілі. Тому Монетарна рада ухвалює рішення щодо процентних ставок на перспективу, беручи до уваги ймовірний майбутній розвиток інфляції протягом наступних 5–8 кварталів (Vilagi, & Vonnak, 2022).

Оскільки рішення з монетарної політики мають порівняно слабкий вплив на інфляцію протягом періоду, меншого від одного року, компенсація певних одноразових шоків інфляції може вимагати надто високих реальних економічних витрат. Тому, якщо такі шоки не мають істотного впливу на довгострокову перспективу інфляції, УНБ обирає таку динаміку процентних ставок, яка не нівелює їх прямий інфляційний вплив. Однак забезпечення стійкості інфляційних очікувань перед викликами тимчасових шоків також є дуже важливим. Тому в таких випадках центральний банк докладає максимум зусиль для стримування ефектів макроекономічних шоків.

Економічна рецесія, котра спостерігалася у 2020 р. в економіці Чехії, здебільшого мала ознаки шоку пропозиції. Поеднання негативного шоку пропозиції, м'якої монетарної політики **Національного банку Чехії** (НБЧ) та значних фіскальних стимулів призвело до потужного інфляційного шоку. НБЧ швидко відреагував на макроекономічний шок, змістивши акцент з підтримки попиту на стимулювання пропозиції, що спричинила економічну рецесію. Така переоцінка ситуації разом із поступовим, але стійким відновленням економічної активності дала можливість

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

НБЧ, одному з перших центральних банків у світі, належним чином посилити свою монетарну політику із середини 2021 р. і на перспективу.

Політика уряду Чехії й центрального банку в перший рік пандемії була стимулюючою, тобто спрямованою на підвищення попиту. Уряд країни відреагував на шок пандемії навесні 2020 р. масштабною фіскальною експансією у формі політики вирівнювання доходів та схем збереження робочих місць, що супроводжувалося різким зниженням процентних ставок і подальшим пом'якшенням монетарних умов, включаючи використання нетрадиційних інструментів монетарної політики. На нашу думку, це було правильне рішення, оскільки на початку пандемії існувала величезна невизначеність щодо характеру шоку. Постала нагальна потреба в запобіганні обвалу економіки в ситуації масової й безпрецедентної невизначеності. Разом із тим статистичні дані вказують на те, що економічна динаміка під час і, тим більше, після пандемії була далекою від дефляційного скорочення.

Результати, наведені в дослідженні, показують, що рішення НБЧ щодо зниження облікової ставки до 0,25 в. п. навесні 2020 р. було пов'язане з невизначеністю пандемічного шоку та його тривалості в часі. Застосування надм'якої монетарної політики в поєднанні з нетрадиційними її інструментами мало запобігти негативному шоку пропозиції і стимулювати низький споживчий та інвестиційний попит (табл. 18.7).

Таблиця 18.7

Порівняння змін облікової ставки та ІСЦ у Чехії, %

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.01.2018	0,5	2,2
01.02.2018	0,75	1,8
01.03.2018	0,75	1,7
01.04.2018	0,75	1,9
01.05.2018	0,75	2,2
01.06.2018	1,0	2,6
01.07.2018	1,0	2,3
01.08.2018	1,25	2,5
01.09.2018	1,5	2,3
01.10.2018	1,5	2,2
01.11.2018	1,75	2,0
01.12.2018	1,75	2,0
01.01.2019	1,75	2,5
01.02.2019	1,75	2,7
01.03.2019	1,75	3,0
01.04.2019	1,75	2,8

Продовження табл. 18.7

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.05.2019	2,0	2,9
01.06.2019	2,0	2,7
01.07.2019	2,0	2,9
01.08.2019	2,0	2,9
01.09.2019	2,0	2,7
01.10.2019	2,0	2,7
01.11.2019	2,0	3,1
01.12.2019	2,0	3,2
01.01.2020	2,0	3,6
01.02.2020	2,25	3,7
01.03.2020	1,0	3,4
01.04.2020	1,0	3,2
01.05.2020	0,25	2,9
01.06.2020	0,25	3,3
01.07.2020	0,25	3,4
01.08.2020	0,25	3,3
01.09.2020	0,25	3,2
01.10.2020	0,25	2,9
01.11.2020	0,25	2,7
01.12.2020	0,25	2,3
01.01.2021	0,25	2,2
01.02.2021	0,25	2,1
01.03.2021	0,25	2,3
01.04.2021	0,25	3,1
01.05.2021	0,25	2,9
01.06.2021	0,5	2,8
01.07.2021	0,5	3,4
01.08.2021	0,75	4,1
01.09.2021	0,75	4,9
01.10.2021	1,5	5,8
01.11.2021	2,75	6,0
01.12.2021	3,75	6,6
01.01.2022	3,75	9,9

Закінчення табл. 18.7

Період	Облікова ставка	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року
01.02.2022	4,5	11,1
01.03.2022	4,5	12,7
01.04.2022	5,0	14,2
01.05.2022	5,75	16,0
01.06.2022	7,0	17,2
01.07.2022	7,0	17,5
01.08.2022	7,0	17,2
01.09.2022	7,0	18,0
01.10.2022	7,0	15,1
01.11.2022	7,0	16,2
01.12.2022	7,0	15,8

Складено за даними офіційного сайту Національного банку Чехії. URL: <https://cnb.cz>.

Порівняння динаміки ІСЦ і рішень НБЧ щодо зниження облікової ставки для стимулювання національної економіки вказує на значне перевищення темпу інфляції над обліковою ставкою (починаючи з 1 травня 2020 р.). Цікаво, що проведення м'якої монетарної політики сприяло розкручуванню інфляційної спіралі, яке збіглося із шок-ом цін на енергоносії наприкінці 2021 р. та у 2022 р. Наслідком цього стало безпрецедентне зростання інфляції в першій половині 2022 р. (Franta, Holub, & Saxa, 2022).

Проведений кореляційний аналіз між обліковою ставкою та ІСЦ до відповідного місяця попереднього року засвідчив, що між результативною Y (рівень інфляції) та факторною X (рівень облікової ставки) ознаками існує тісний кореляційний зв'язок. Коефіцієнт кореляції становить 0,9442. Це вказує на наявність тісного зв'язку між зміною облікової ставки й рівнем інфляції в економіці Чехії (рис. 18.7).

Результати кореляційного аналізу свідчать, що облікова ставка підвищується на тлі зростання інфляції з певним часовим лагом (див. табл. 18.7). По-перше, приглушена реакція як внутрішніх, так і зовнішніх цін вказує на те, що шок від пандемії великою мірою був негативним шоком пропозиції. По-друге, негативний сценарій попиту описує ситуацію, за якої падіння реальної економічної активності у 2020 р. повністю відобразиться в збільшенні розриву випуску до від'ємного значення (негативний шок попиту) за нульового впливу на тренд – пропозицію. По-третє, у разі такого 100-відсоткового шоку попиту спільним припущенням моделі для всіх обраних економік Східної Європи є обмеження реакції монетарної політики центральних банків нульовою нижньою межею процентних ставок (для економіки Чехії – з 1 травня 2020 р. до 1 травня 2021 р.). І навпаки, сценарій пропозиції припускає, що падіння реальної економічної активності у 2020 р. повністю відобразиться в зниженні тренду (негативний шок пропозиції) на тлі нульового впливу

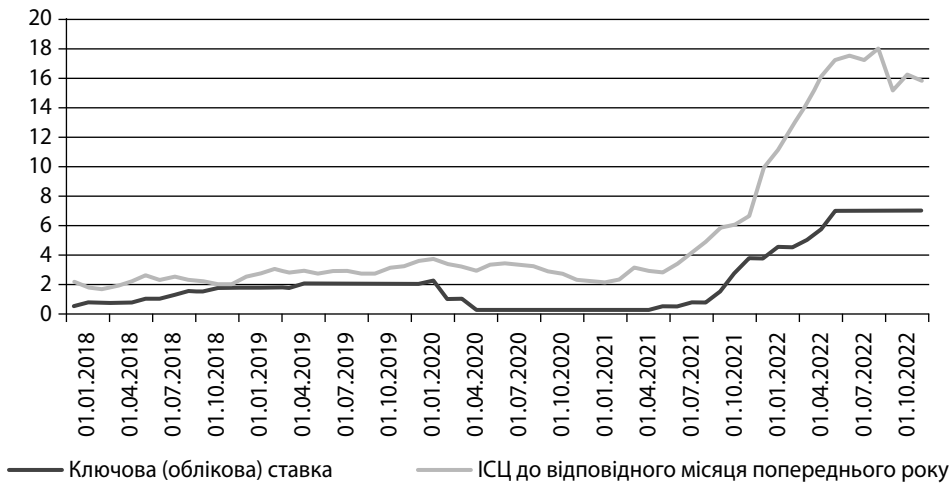


Рис. 18.7. Кореляція ІСЦ та облікової ставки НБЧ

Побудовано за даними офіційного сайту Національного банку Чехії. URL: <https://cnb.cz>.

на розрив випуску – попиту. По-четверте, у рамках цього 100-відсоткового шоку пропозиції модельне припущення для економік Східної Європи полягає в тому, що монетарна влада не реагуватиме (шляхом підвищення процентних ставок) на інфляційний шок, щоб запобігти реалізації економічної політики, яка суперечитиме масованій, експансіоністській фінансовій політиці, що одночасно проводилася з початком пандемії коронавірусу. Таким чином, це припущення є тимчасовою перевагою перевищення інфляційних цілей монетарної влади на користь підтримки економічного зростання шляхом збереження м'яких монетарних умов у ситуації підвищеної невизначеності щодо поєднання ефектів попиту й пропозиції під час різкого падіння ВВП, спричиненого пандемією. Таке, на наш погляд, реалістичне припущення моделі про відсутність реакції монетарної політики на інфляційний шок у цій ситуації також частково усуває потенційну помилку монетарної політики, якої могли б легко припуститися центральні банки, якби ця гіпотеза про негативний шок пропозиції не реалізувалася більшою мірою.

Проведений аналіз дає підстави для висновку, що в Чехії темпи інфляції перевищують облікову ставку (табл. 18.8).

Як свідчать наведені розрахунки, розрив у співвідношенні ІСЦ та облікової ставки з початком пандемії збільшується. З 1 травня 2020 р. спостерігається тенденція значного перевищення рівня інфляції над обліковою ставкою, що пояснюється обмеженою реакцією монетарної політики центрального банку Чехії щодо утримання низького рівня процентних ставок у намаганні стимулювати сукупний попит. Спостережувана інфляція вказує на порівняно невелике розкриття від'ємного розриву випуску за рахунок уповільнення тренду у 2020 р., а отже, на меншу частку негативного антиінфляційного ефекту попиту.

**ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ**

Таблиця 18.8

Співвідношення ІСЦ та облікової ставки НБЧ

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.01.2018	0,5	2,2	4,4
01.02.2018	0,75	1,8	2,4
01.03.2018	0,75	1,7	2,27
01.04.2018	0,75	1,9	2,53
01.05.2018	0,75	2,2	2,93
01.06.2018	1,0	2,6	2,6
01.07.2018	1,0	2,3	2,3
01.08.2018	1,25	2,5	2,0
01.09.2018	1,5	2,3	1,53
01.10.2018	1,5	2,2	1,47
01.11.2018	1,75	2,0	1,14
01.12.2018	1,75	2,0	1,14
01.01.2019	1,75	2,5	1,43
01.02.2019	1,75	2,7	1,54
01.03.2019	1,75	3,0	1,71
01.04.2019	1,75	2,8	1,6
01.05.2019	2,0	2,9	1,45
01.06.2019	2,0	2,7	1,35
01.07.2019	2,0	2,9	1,45
01.08.2019	2,0	2,9	1,45
01.09.2019	2,0	2,7	1,35
01.10.2019	2,0	2,7	1,35
01.11.2019	2,0	3,1	1,55
01.12.2019	2,0	3,2	1,6
01.01.2020	2,0	3,6	1,8
01.02.2020	2,25	3,7	1,64
01.03.2020	1,0	3,4	3,4
01.04.2020	1,0	3,2	3,2
01.05.2020	0,25	2,9	11,6
01.06.2020	0,25	3,3	13,2
01.07.2020	0,25	3,4	13,6

Закінчення табл. 18.8

Період	Облікова ставка, %	ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, %	ІСЦ / ключова ставка, разів
01.08.2020	0,25	3,3	13,2
01.09.2020	0,25	3,2	12,8
01.10.2020	0,25	2,9	11,6
01.11.2020	0,25	2,7	10,8
01.12.2020	0,25	2,3	9,2
01.01.2021	0,25	2,2	8,8
01.02.2021	0,25	2,1	8,4
01.03.2021	0,25	2,3	9,2
01.04.2021	0,25	3,1	12,4
01.05.2021	0,25	2,9	11,6
01.06.2021	0,5	2,8	5,6
01.07.2021	0,5	3,4	6,8
01.08.2021	0,75	4,1	5,47
01.09.2021	0,75	4,9	6,53
01.10.2021	1,5	5,8	3,87
01.11.2021	2,75	6,0	2,18
01.12.2021	3,75	6,6	1,76
01.01.2022	3,75	9,9	2,64
01.02.2022	4,5	11,1	2,47
01.03.2022	4,5	12,7	2,82
01.04.2022	5,0	14,2	2,84
01.05.2022	5,75	16,0	2,78
01.06.2022	7,0	17,2	2,46
01.07.2022	7,0	17,5	2,5
01.08.2022	7,0	17,2	2,46
01.09.2022	7,0	18,0	2,57
01.10.2022	7,0	15,1	2,16
01.11.2022	7,0	16,2	2,31
01.12.2022	7,0	15,8	2,26

Розраховано та складено за даними офіційного сайту Національного банку Чехії. URL: <https://cnb.cz>.

Максимальне зниження, згідно з дослідженнями, темпів зростання ВВП унаслідок неочікуваного підвищення короткострокової процентної ставки на 1 в. п. на період в один квартал коливається в межах від 0,2 до 0,4 в. п. і відбувається не пізніше ніж через три квартали після зміни процентної ставки. Реакція інфляції ІСЦ на цей імпульс є найсильнішою на другому році після зміни процентної ставки та становить близько -0,2 в. п. Реакція базової інфляції, яка відбувається з аналогічним лагом, є дещо сильнішою, ніж ІСЦ. Ефекти каналу обмінного курсу й каналу процентної ставки найбільше впливають на зниження інфляції ІСЦ після імпульсу монетарної політики (Brázdik, Musil, & Tvrz, 2023).

18.5. Облікова ставка як інструмент монетарної політики в умовах пандемії (порівняльний аналіз країн колишнього СРСР)

На пострадянському просторі склалася доволі суперечлива ситуація із ціновою стабільністю. Цінова лібералізація була однією з первинних реформ перехідних економік, але вона призвела до стрімкого переростання інфляції в гіперінфляцію. Хоча дерегуляція цін відіграла найважливішу роль у цих економіках, адже дала змогу запустити в них ринкові механізми перерозподілу та усунула масові субсидії споживачам і виробникам, це був політично найскладніший компонент ринкового переходу.

Спочатку енергетичні товари й комунальні послуги, громадський транспорт, орендна плата були виключені з рішення про лібералізацію цін. Проте наслідки гіперінфляції виявилися настільки нищівними, що вже в 1997–1998 рр. більшість пострадянських країн повернули так чи інакше ряд механізмів для контролю за цінами. Наприклад, Узбекистан повернувся до жорсткішого контролю за цінами, а їх дерегуляцію було відновлено лише після 2016 р. Білорусь також частково скасувала лібералізацію цін у 1998–1999 рр. на наступних 10 років. Деякі інші економіки колишнього Радянського Союзу зазнали меншого та коротшого розвороту вільного ціноутворення, й особливо швидко, завдяки європейській допомозі, вдалося подолати шок цін країнам Балтії.

У табл. 18.9 наведено оцінку процесу лібералізації цін до 2014 р. (останній рік, за який було опубліковано індикатори переходу за методикою ЄБРР, надалі рівень лібералізації лише зростає). Рівень 1 означає, що більшість цін продовжують формально контролюватись урядом, рівень 4 і вище – повну лібералізацію цін без контролю над ними за межами житла, транспорту та природних монополій.

Після спалаху COVID-19 першим заходом для цілої низки центральних банків стало зниження облікових ставок, щоб зменшити витрати на фінансування й підтримати сукупний попит. Першими, звісно, ставки знизили розвинуті країни, за винятком Японії та країн єврозони, де вони вже були від'ємними. Незабаром до зниження ставок вдалися і країни, що розвиваються. Вони швидко прискорили цей процес, у багатьох випадках наблизившись до історичного мінімуму.

Політика зміни процентної ставки в цих країнах мала свої особливості, пов'язані передусім із побоюваннями щодо відтоку капіталу, якщо знизиться привабливість внутрішніх фінансових інструментів або послабиться курс національної ва-

Таблиця 18.9

Оцінка процесу цінової лібералізації в пострадянських країнах за підходом ЄБРР

Країна	1992	1997	2001	2008	2014
Вірменія	3,3	4,3	4,3	4,3	4,0
Азербайджан	2,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Білорусь	2,3	4,0	2,7	2,7	3,0
Грузія	3,3	4,0	4,3	4,3	4,3
Казахстан	2,7	4,0	4,0	4,0	3,7
Киргизстан	2,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Молдова	3,3	3,7	3,7	4,0	4,0
Таджикистан	2,7	3,7	3,7	3,7	4,0
Туркменістан	1,0	2,7	2,7	2,7	3,0
Україна	1,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Узбекистан	2,7	3,3	2,7	2,7	2,7
Естонія	2,7	4,3	4,3	4,3	4,3

Складено за: The EBRD and transition / European Bank for Reconstruction and Development. URL: <https://www.ebrd.com/our-values/transition.html>.

люти. За попередніх криз вони радше підвищували ставки. Однак під час кризи COVID-19 центробанки країн колишнього СРСР змогли слідом за центральними банками розвинутих країн знизити свої ключові ставки. Цьому сприяли декілька чинників. По-перше, певна пауза після зниження ставок у розвинутих країнах зберегла різницю в прибутковості капіталу. По-друге, спочатку значно вищий рівень процентних ставок надав діапазон для їх істотного зниження без ризику потрапляння в пастку ліквідності.

Відчутна різниця між розвинутими країнами й тими, що розвиваються, також великою мірою зумовлена фазою економічного циклу, в якій перебували ці країни до початку пандемії, та національною грошово-кредитною політикою. Розвинуті країни після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. мали проблеми зі зростанням їхніх економік і продовжували стимулюючу монетарну політику, підійшовши до 2020 р. із повільними темпами зростання ВВП, низькою інфляцією й дуже малими процентними ставками. У таких умовах потенціал для подальшого пом'якшення монетарної політики з використанням її традиційного арсеналу виявився фактично недоступним цим країнам.

Водночас у країнах, що розвиваються, напередодні пандемії рівень процентних ставок та інфляції залишався досить високим, а потенціал традиційних методів пом'якшення монетарної політики – не повністю розтраченим. Тому в умовах пандемії в пострадянських країнах процентним ставкам було відведено доволі важливу роль ринкового стимулу.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Якщо країни Балтії цілком залежали від монетарних заходів та процентної політики ЄЦБ, то інші країни використали свій монетарний суверенітет, утілений у наявності власної валюти, а отже, порівняно більшій свободі у встановленні рівня процентних ставок. При цьому, якщо на початку пандемії центробанки знижували ставки, щоб вивільнити фінансові ресурси на підтримку економічної активності, то стрімкий перехід до швидкого розгортання інфляційних процесів змусив їх підвищувати ставки, на що вони оперативно відреагували. Натомість країни Балтії, оскільки вони входять до єврозони, зазнали впливу зміни ключової процентної ставки ЄЦБ, яка до цього вже тривалий час перебувала на нульовому рівні (рис. 18.8).

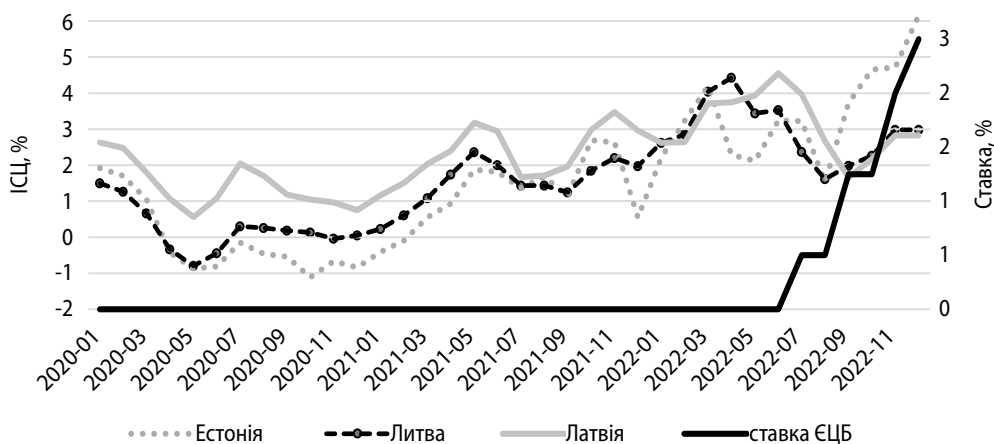


Рис. 18.8. Порівняння динаміки показників інфляції та ставки ЄЦБ у країнах Балтії протягом 2020–2022 рр., %

Побудовано за: Estimated Core Inflation / International Monetary Fund. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>.

На відміну від країн Балтії, інші країни колишнього СРСР зберегли власні валюти, тому їхня процентна політика мала дещо відмінну динаміку (рис. 18.9).

Монетарна політика, яка реалізовувалася в економіках ЦСЄ під час кризи, спричиненої COVID-19, відіграла важливу роль у пом'якшенні тиску, що виник через зміни зв'язків фінансового ринку. Вона пом'якшила наслідки шоків пандемії та ризик падіння вартості активів, а також сприяла, принаймні до певної міри, зменшенню напруженості у транскордонній передачі потрясінь на ринках облігацій і ефекту зараження на ринках акцій.

Відповідно до поширеного підходу, основним інструментом монетарного регулювання за сучасного мейнстріму є процентна ставка, та, як можна бачити, у період пандемічної кризи вона активно застосовувалася в пострадянських країнах. З огляду на це з'явилась унікальна можливість проаналізувати дієвість цього інструменту на специфічному прикладі зазначених країн. Релевантності цьому експерименту додають такі обставини.

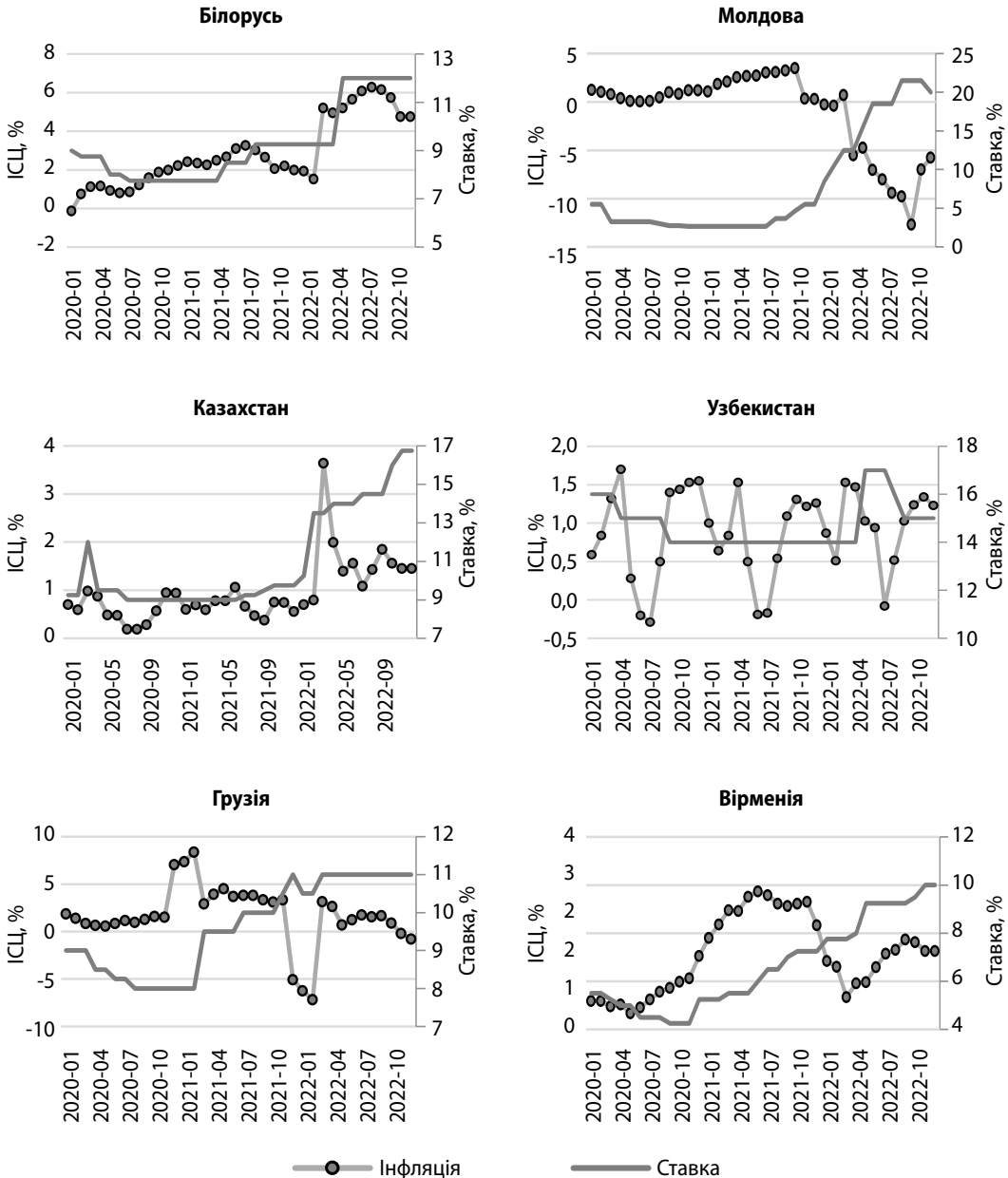


Рис. 18.9. Порівняння динаміки показників інфляції та ключових ставок центральних банків у пострадянських країнах у період пандемії COVID-19

Джерело: Estimated Core Inflation / International Monetary Fund. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>.

- Група для вибірки має однотипну специфіку малих відкритих економік зі слабкими валютами (за винятком країн Балтії).
- У межах цієї групи монетарна політика характеризується нерозтраченим потенціалом регулювання процентних ставок (немає загрози потрапити в пастку ліквідності).
- Волатильність ставок і показника інфляції (ІСЦ) сприяє достатній дисперсії вибірки.
- Країни Балтії виступають маркером для порівняння (бенчмарком), як країни зі схожими до інших країн групи макроекономічними умовами й потужнішим монетарним базисом єврозони.

Слід зауважити: завдяки тому, що країни Балтії перебували під “парасолькою” євро, середньорічні темпи зростання споживчих цін у цих країнах протягом 2000–2020 рр. не перевищували 3,5 %. Тоді як в інших пострадянських країнах інфляція була відчутно вищою – на рівні 8,6 % (Kerimov et al., 2023). Це далось взяти й під час коронакризи.

Результати, отримані на підставі кореляційного аналізу місячних даних змін ключової ставки та ІСЦ у межах кожної із зазначених країн, відображено на рис. 18.10.

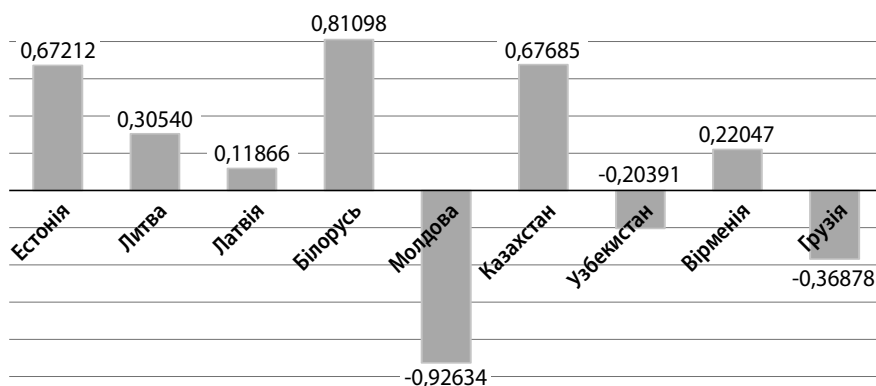


Рис. 18.10. Характер кореляційного зв'язку ключових ставок та інфляції у пострадянських країнах в умовах пандемії

Джерело: Estimated Core Inflation / International Monetary Fund. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>.

Як бачимо, групі країн Балтії притаманна неоднорідність, котра в цілому пояснюється різним рівнем розвитку банківського сектору – в Естонії він за підсумками 2008–2021 рр. виявився стійкішим. Натомість серед інших країн лише Білорусь та Казахстан – дві країни з найбільш жорстким, адміністративним характером монетарної політики – продемонстрували помітний зв'язок між процентною ставкою й рівнем інфляції. Найбільшою передбачуваністю характеризуються лінії тренду інфляційних процесів Білорусі, Молдови та Казахстану. Високий коефіцієнт детермінації свідчить про те, що в цих країнах динаміка інфляційних процесів визначається внутрішніми чинниками зміни ІСЦ.

Серед інших країн зв'язок між процентною ставкою й рівнем інфляції, а отже, очевидно, й вплив процентної політики на інфляцію був незначним. Лише в Молдові отримані результати цілком відповідають теоретичному підходу контролю над інфляцією за допомогою процентної ставки: запроваджувані зміни мали обернений зв'язок, тобто підвищення ставки супроводжувалося зниженням ІСЦ.

В умовах, коли банківські системи цих країн залишалися порівняно слабкими та відрізнялися високим рівнем доларизації, значним обсягом зовнішнього боргу, номінованого в доларах, і нерозвиненими місцевими ринками капіталу, вплив інтервенцій грошово-кредитної політики на інфляцію був не дуже істотним. Незважаючи на те що вплив пандемії міг посилити ці структурні недоліки, він не був їх причиною, й досить високий рівень інфляції, якщо й далі знижуватиметься, швидше за все найближчими роками збережеться.

Якщо інфляція залишиться високою та регіон зіткнеться з новим потрясінням, шанси, що центробанки додатково знижуватимуть ставки рефінансування з метою надання кредитної підтримки домогосподарствам і компаніям, не високі, оскільки це спричинить серйозний ризик прискорення зростання цін. Для країн, що вийшли на міжнародні фінансові ринки, таких як Казахстан і Узбекистан, збільшення інфляції негативно позначиться на очікуваннях інвесторів та може вилитися в підвищення волатильності їхніх валют.

Також треба наголосити: пряма імплементація процентної політики розвинутих країн у країнах з економіками, що розвиваються, не можлива через незіставний рівень країнних ризиків. Саме внаслідок цього в країнах, що розвиваються, зокрема пострадянського простору, монетарна політика в довготривалому періоді завжди залишалася більш жорсткою. Наприклад, на основі концепції довгострокової номінальної нейтральної ставки монетарна політика в країнах колишнього СРСР увесь час відрізнялася досить жорстким регулюванням. Ця концепція передбачає, що монетарна політика, за інших рівних умов, чинить стримуючий вплив на економічну активність.

При цьому в період із кінця 2019 р. до середини 2022 р. таргет-коридор з інфляції, який використовується в оцінці нейтральної ставки, становив від 4 до 6 % за середнього значення 5 %. На тлі шоків в економіці внутрішнього й зовнішнього характеру, що не могли не позначитися на заходах та ступені жорсткості монетарних умов, таргет-коридор з інфляції не змінився. Також, хоча підтримка економічної активності потребувала подальшого пом'якшення монетарної політики, у наступному році жорсткий тренд не змінився. За деякими оцінками, ступінь жорсткості монетарних умов навіть підвищився з 2–3 % до пікових 7,3 % наприкінці лютого 2022 р.¹

Короткий період у 2020 р. було помітне певне послаблення, але в цілому за весь період пандемії монетарна політика залишалася жорсткою. З квітня до травня 2022 р. оцінюваний показник сягнув 6–7 %, тобто на 1–2 % більше, ніж у березні

¹ Монетарная политика РК отличается достаточно жестким регулированием – АКРА. 2022. 4 июля. URL: <https://kapital.kz/finance/106950/monetarnaya-politika-rk-otlichayet-sya-dostatochno-zhestkim-regulirovaniyem-akra.html>.

2020 р., коли в країні було оголошено карантин, а Національний банк Республіки Казахстан (НБРК) істотно підвищив ключову ставку на тлі паніки на валютному ринку в умовах різкого падіння цін на нафту.

Факторами більш жорстких монетарних умов у пострадянських країнах є переважно споживча інфляція, яка, на відміну від розвинутих країн, почала зростати вже у 2020 р., і занижений інфляційний таргет. Ще одним фактором є високі девальваційні очікування. Частково з цих причин ключова ставка не зменшувалася нижче 9 % у період пандемії. Парадоксально, але НБРК у цей час декларував прагнення забезпечити м'які монетарні умови.

У 2020 р. економіка Казахстану зазнала низки негативних шоків. Серед них – різкий спад світових цін на нафту (ключовий експортний товар країни), ажіотажний попит на валюту в березні 2020 р., посилення банківської паніки та ризику впливу капіталу, інфляційних процесів, пов'язаних із розривами логістичних ланцюгів та адміністративними обмеженнями, уведеними в Казахстані у 2020 р. із метою боротьби з пандемією.

Надалі, за прогнозними оцінками, усі перелічені чинники зберігаються, а отже, й жорсткі монетарні умови разом із рестриктивною процентною політикою матимуть місце. До зазначених внутрішніх чинників на пост-пандемічному проміжку слід додати стрімке зростання інфляції в економіках торгових партнерів, високі інфляційні очікування та вплив капіталу на тлі глобальної нестабільності.

Варто зауважити, що для пострадянських країн, чії економіки в низці публікацій досі відносять до трансформаційного типу, жорстке адміністративне втручання в економіку є свого роду рецидивом. Але оскільки він відбувся на глобальному тлі втручання урядів усіх груп країн, на це не звернули уваги. По всьому світу в умовах пандемії уряди, не вагаючись, втрутилися в діяльність приватного бізнесу, у кращому випадку шляхом звільнення від податків, надання субсидій, монетарного розширення, зниження процентних ставок, норм резервування, а в “тяжких” (із точки зору вільного ринку) випадках – і цільових програм кредитної підтримки й збільшення кредитів для приватного сектору.

Деякі аналітики вважають, що залучення держави для підтримки певних підприємств і надання пакетів допомоги окремим галузям полегшує передання багатства деяким підприємствам (Gunderson, 2020). Спільною проблемою в цьому контексті для країн, що розвиваються, є складність трансмісії емітованих ресурсів у реальний сектор економіки. У розвинутих країнах унаслідок кількісного пом'якшення близько 30–40 % коштів циркулювало на фінансових ринках (Todorov, 2020).

Варто додати, що для пострадянських країн оперативні дії урядів із втручання в економіку істотно підвищили їх легітимність на противагу низькому рівню довіри до державних інституцій упродовж тривалого періоду. Легітимізовані в такий спосіб дії уряду щодо підтримки населення завдяки довірі підвищили ефективність і монетарної політики в наступні періоди. Таким чином, втручання монетарної політики буде виправданим, якщо прискорене кредитування приватного сектору сприятиме створенню нових суб'єктів господарювання й торгівлі.

Теоретично роль державного втручання засобами монетарної політики для підтримки економіки в країнах, що розвиваються, стала більш виправданою, коли розвинуті країни втрутилися в економічну політику для пом'якшення серйозних негативних наслідків поширення пандемії COVID-19. Складнішим питанням є визначення ефективності вжитих заходів. Її було перевірено на основі емпіричного аналізу впливу змін процентної ставки на один із ключових макроекономічних індикаторів – інфляцію. Можна стверджувати, що зниження процентних ставок, яке сприяло подоланню кризових шоків на фінансових ринках, не мало негативного впливу на рівень інфляції. Драматичне зростання інфляції в усьому світі починаючи з другого півріччя 2021 р. більшою мірою залежало від шоків попиту та пропозиції в реальному секторі, які виникли через обмеження пандемії, і значно меншою мірою від зниження процентних ставок.

Висновки до розділу 18

Шоки інфляції, що періодично повторюються в економіці, викликають миттєву реакцію центральних банків у вигляді підвищення ключової ставки. В Україні рівень ключової ставки значно перевищує темпи інфляції. Наявність часового лагу в 9–18 місяців свідчить про запізнілу реакцію процентної ставки на темп інфляції. Динаміка волатильності ключової ставки є неоднорідною, що може вказувати на потужний вплив на інфляцію немонетарних факторів. Присутній феномен різких переглядів ключової ставки, що суперечить світовому досвіду встановлення процентних ставок у кризових умовах. Виявлено позитивну кореляцію між ключовою ставкою НБУ та рівнем інфляції в економіці. Коефіцієнт кореляції становить 0,792862, що вказує на тісний зв'язок між результативною (Y) і факторною (X) ознаками.

За результатами проведеного дослідження можна відзначити наявність істотної різниці в характері змін облікової ставки, а також здебільшого істотне перевищення ключової ставки над рівнем інфляції. У період активної фази пандемії COVID-19 рівень інфляції перевищував ключову ставку. Це було пов'язано з ризиком потрапляння в пастку “прихованої” дефляції, коли утримання цін на низькому рівні може викликати затяжну рецесію в економіці.

Вплив ключової ставки НБУ на рівень інфляції через процентний і фондовий канали проявляється у зв'язку між короткостроковими ставками на МБКР та ставками банків за кредитами й депозитами. Такий зв'язок відчутно посилюється завдяки переходу до режиму інфляційного таргетування. У результаті знизилася волатильність процентних ставок, а комерційні банки отримали надійний показник вартості грошей на ринку.

Величина ключової ставки залежить не так від фактичної інфляції, як від інфляційних очікувань. Вони впливають на рішення щодо інвестицій і заощаджень. Низькі інфляційні очікування стимулюють довгострокове інвестування, що є запорукою економічного зростання. Як показує аналіз, інфляційні очікування економічних суб'єктів у період пандемії є помітно нижчими порівняно з докризовим

періодом. Це пов'язано зі скороченням сукупного попиту населення у зв'язку з невизначеністю економічних процесів, пов'язаних із подальшим розвитком карантинних обмежень.

Вимірювання інфляційних очікувань є складним завданням НБУ. Опитування, що ним проводяться, не мають придатної для використання панельної складової, тому важко оцінити, як економічні агенти переглядають свої очікування щодо поточної та майбутньої інфляції. Це істотне обмеження, оскільки за відсутності панельного компонента не можна встановити, чим спричинені очікування суб'єктів стосовно високого чи низького рівня інфляції.

У процесі дослідження виявлено тісну кореляцію між очікуваннями й фактичними рядами інфляції. Коефіцієнт кореляції між інфляційними очікуваннями підприємств і фактичною інфляцією становить 0,8. Це означає, що очікувані та фактичні прогнози інфляції тісно взаємодіють між собою в період зниження інфляції. Кореляція між інфляційними очікуваннями домогосподарств і фактичною інфляцією – 0,75. Тісний кореляційний зв'язок підтверджує наближення значень прогнозних очікувань до рівня фактичної інфляції. Якщо порівнювати динаміку середнього значення очікувань різних агентів, можна побачити, що вони йдуть близько одне за одним.

На сьогодні рівень довіри економічних агентів до НБУ досі є низьким. Економічні суб'єкти прагнуть бути в курсі політики центрального банку, проте скептично ставляться до його здатності впливати на інфляцію, тому їхні очікування залишаються незмінними порівняно з очікуваннями інших агентів. Водночас в умовах застосування режиму ІТ НБУ повинен надавати зрозумілі сигнали ринку щодо майбутньої інфляції. Для цього цілі центробанку мають бути зрозумілими, незмінними та чіткими. Крім того, це передбачає прозору систему ухвалення монетарних рішень, а також регулярне пояснення громадськості їх мотивів.

У випадку України ефективність дії процентної ставки на інфляційні процеси є низькою з огляду як на загальноекономічні причини, виявлені світовою науковою думкою в посткризовий період, так і на специфіку малої відкритої економіки, залежної від кон'юнктури сировинних ринків.

Для розуміння впливу процентної ставки важливо враховувати галузеву структуру економіки, оскільки галузі по-різному реагують на рішення центробанків: деякі більше схильні до номінальних шоків, інші мають імунітет до рішень монетарної влади. Вони формують гетерогенну структуру ринку, яка на агрегованому рівні не настільки однозначно реагує на процентну ставку. Включення мікроекономічних характеристик гетерогенних компаній допоможе краще зрозуміти макроекономічні ефекти політики.

Застосовуваний наразі в Україні підхід до монетарної політики, що включає використання облікової ставки для досягнення цільового показника інфляції, базується на недосконалому фундаменті, що передбачає існування оптимального рівня інфляції та нейтральної ставки. З огляду на воєнний стан, як видається, потрібно передусім позбутись ілюзії щодо можливості забезпечення стійкого зростання на основі переважно ринкових механізмів. Це стосується й грошово-кредитної сфери. Фі-

нансування бюджетної сфери України на ринкових засадах нині – це небезпечна утопія. Забезпечення частини бюджетних видатків емісійними заходами – це неминуха реальність, і немає сенсу за це накладати на державу додатковий борговий тягар.

Для того щоб підвищити ефективність процентної ставки в контексті забезпечення цінової стабільності, варто зробити низку поступових, але планомірних і наполегливих кроків. Наразі можна запропонувати три кроки адаптації процентної політики до сучасних реалій та актуальних наукових підходів.

По-перше, слід визначитися щодо певних кількісних методів і орієнтирів. Можна прив'язатися до правила Тейлора з його останніми вдосконаленнями. Відповідно до цього правила, прогнозного рівня інфляції (10,6 % – прогноз НБУ на кінець 2023 р.) та правила коефіцієнтів для економік із високим країнным ризиком (до 2), поточний рівень облікової ставки може бути визначено в межах від 9,5 % (стимулююча політика) до 12,6 % (стримуюча політика).

По-друге, потрібно вдосконалити індикатор інфляції, виокремивши його монетарну структуру й відповідно поліпшивши методичний підхід до обрахунку.

По-третє, варто розширити правило визначення облікової ставки на підставі перегляду цілей монетарної політики та врахування структурних параметрів безробіття й випуску.

Лише в разі реалізації наведених кроків, на нашу думку, процентна політика в режимі ІТ може набути реального економічного змісту. Проте ці кроки не забезпечать повною мірою ефективності облікової ставки як єдиного інструменту для контролю за інфляцією, вона все одно має бути доповнена засобами валютного регулювання та бути узгодженою з політикою Уряду.

МЕХАНІЗМ ДОВГОСТРОКОВОГО РЕФІНАНСУВАННЯ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ ЯК АНТИКРИЗОВИЙ ІНСТРУМЕНТ

19.1. Умови рефінансування у країнах Східної Європи в контексті потреби в забезпеченні довгострокової ресурсної бази банків

Перелік основних заходів монетарних органів європейських країн з подолання наслідків COVID-19 включав масштабні програми рефінансування комерційних банків за нижчими процентними ставками та з тривалішими термінами погашення, спрямовані на розширення кредитної пропозиції для реальної економіки. Мета програм полягала у стабілізації та убезпеченні ресурсної бази кредиторів, аби уникнути подорожчання та скорочення пропозиції.

Окрім традиційної пропозиції операцій з рефінансування майже у всіх країнах було запроваджено спеціальні програми. В ЄС вони мали вигляд удосконалених програм, що діяли після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Більшість країн Східної Європи, що входять до ЄС, теж отримали доступ до цих програм, тоді як інші запроваджували свої програми. Крім того, власні програми рефінансування відкрила Угорщина.

Під час пандемії COVID-19 попит на рефінансування частково вдалося знизити за рахунок перегляду регуляторами підходів до оцінки якості застав. З урахуванням певних критеріїв центробанки приймали гарантовані кредитні портфелі як заставу під операції стандартного рефінансування, що значно підвищило потенціал банків для створення ліквідності. Утім, уже на початку коронакризи стало зрозуміло, що стандартних операцій з рефінансування не вистачить для підтримки ліквідності банківської системи. У вересні 2020 р. було проведено аналіз, який дав підстави очікувати брак ліквідності в системі від 120 млрд до 2,8 трлн євро. У листопаді 2020 р. ЄЦБ оприлюднив результати перших комплексних оцінок потенційного попиту на ліквідність у зоні євро (Parisi et al., 2020). Для аналізу було обрано 86 великих фінансових установ, що становили приблизно 76 % загальних активів банків євросони. Навіть для найбільш екстремальних відхилень за найгіршого сце-

нарію сумарної потужності SRF та його механізму підтримки ESM у розмірі близько 120 млрд євро було достатньо, щоб уникнути дефолту банків за сумами, котрі підлягали сплаті, і задовольнити потенційний подальший попит на ліквідність.

Банкрутство двох великих банків могло викликати системну потребу в рефінансуванні на 3,8 трлн євро (Gruber et al., 2021). Так чи інакше зрозуміло, що програма доступного рефінансування для банків мала бути якомога більшою. Тому в ЄС, а за його прикладом і в інших країнах Європи, було запроваджено спеціальні програми з рефінансування для забезпечення додаткового запасу ліквідності.

Виходячи з наявності безпрецедентного додаткового попиту на ліквідність, для банків було започатковано дві нові програми рефінансування – пандемічні надзвичайні довгострокові операції рефінансування (PELTRO) та модифіковану версію третього покоління цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO III). Вони надавали кошти на термін до трьох років під найнижчу ставку (0 %). Обидві програми здійснювалися за тендерною процедурою з фіксованою ставкою на повну суму, котру потребував банк, за умови що він відповідав визначеним вимогам. Позитивний вплив використання TLTRO на розширення кредитної пропозиції був помітним майже із самого початку його запровадження й особливо з липня по вересень 2020 р. (Kwapil, & Rieder, 2021). За змістом TLTRO є цільовими операціями, оскільки сума, яку банки можуть запозичити, пов'язана з розміром їхнього портфеля кредитів для приватного сектору. Таким чином, банки, які активно займаються кредитуванням останнього, можуть позичити відносно більшу суму (порівняно з розміром свого балансу). Фактори отримання доступу до рефінансування за програмами TLTRO наведено на рис. 19.1.

Починаючи з TLTRO III, запроваджених у березні 2020 р., банки могли позичати до 50 % суми своїх діючих кредитів, наданих нефінансовим корпораціям і домогосподарствам (включно з кредитами некомерційним установам, які обслуговують домогосподарства, за винятком кредитів домогосподарствам на купівлю житла). Ця так звана надбавка на запозичення зменшувалася, якщо банк уже брав позику за TLTRO II та TLTRO III заздалегідь. Інакше кажучи, запозичення банків-учасників TLTRO не могли перевищувати 50 % їхнього прийнятного кредитного портфеля в будь-який момент протягом терміну дії відповідних операцій.



Рис. 19.1. Умови та обсяги доступу банків до програми рефінансування TLTRO

Побудовано за: (Castillo Lozoya, García-Escudero, & Pérez Ortiz, 2022).

Крім того, позики TLTRO забезпечені заставою, як і будь-яка інша позика центрального банку. Таким чином, максимальна сума, котру учасник може позичити, обмежується не лише залишком надбавки, визначеної розміром його діючого кредитного портфеля, а й прийнятною заставою, доступною для відповідного банку. TLTRO також мають вбудований стимул для банків надавати позики приватному сектору. За TLTRO III процентна ставка пов'язана з показниками кредитування кожного банку-учасника.

Якщо банк надає більше позик нефінансовим корпораціям і домогосподарствам (крім позик домогосподарствам на купівлю житла), ніж попередньо визначена базова сума, процентна ставка за його запозиченнями TLTRO III стає привабливішою. Якщо прийнятний кредитний портфель банку перевищить контрольний показник принаймні на 1,15 % він отримає максимальну знижку на процентну ставку. Більше того, йому буде “нараховано” середню процентну ставку за депозитною лінією (ставка DF) протягом терміну дії відповідного пакета TLTRO III (у 2020 р. – -0,5 %). Іншими словами, за певних умов банк фактично не лише отримує максимальну знижку за взятим рефінансуванням, а й навіть дохід за нього на рівні до 0,5 % за запозичення грошей ЦБ.

В інших випадках, якщо кредитний портфель банку, котрий відповідає вимогам, нижчий за контрольний показник, буде застосовано середню процентну ставку за операціями рефінансування (ставка MRO) у 2020 р. – 0 %. Нарешті, якщо кредитний портфель перевищує контрольний показник менше ніж на 1,15 %, процентна ставка, котра буде застосована, розподілятиметься лінійно між середньою ставкою MRO та середньою ставкою DF залежно від відсотка, на який учасник перевищує контрольну суму.

Для того щоб урахувати складні обставини кризи COVID-19, було введено так званий період спеціальної процентної ставки на період з 24 червня 2020 р. по 23 червня 2021 р. У цей період процентна ставка могла бути настільки низькою, як ставка DF мінус 50 б. п. (на той момент -1 %), якщо банк-учасник підтримує свій кредитний портфель на постійному рівні між 1 березня 2020 р. та 31 березня 2021 р. Якщо така умова виконувалася, максимальна знижка процентної ставки також застосовувалася незалежно від терміну дії відповідного TLTRO (наразі -0,5 %). Навіть для банків, котрі не були в змозі виконати цю умову протягом спеціального звітного періоду, процентна ставка у спеціальний період все одно була знижена до середньої ставки MRO мінус 50 б. п. Не дивно, що попит на TLTRO III під час COVID-19 виявився надзвичайно високим. При цьому навіть на спеціалізовані інструменти TLTRO він був значно меншим (рис. 19.2).

Повторне калібрування TLTRO III у квітні 2020 р. включало значно сприятливішу процентну ставку за операціями TLTRO III протягом червня 2020 р. – червня 2021 р. Згідно з опитуваннями за квітень 2020 р., європейські банки вказали, що TLTRO III справляла потужний позитивний вплив на умови, які пропонувалися позичальникам, і на фактичні обсяги кредитування. Зокрема це позначилось на очікуваних обсягах кредитування протягом шести місяців (Wierzbowska, 2022).

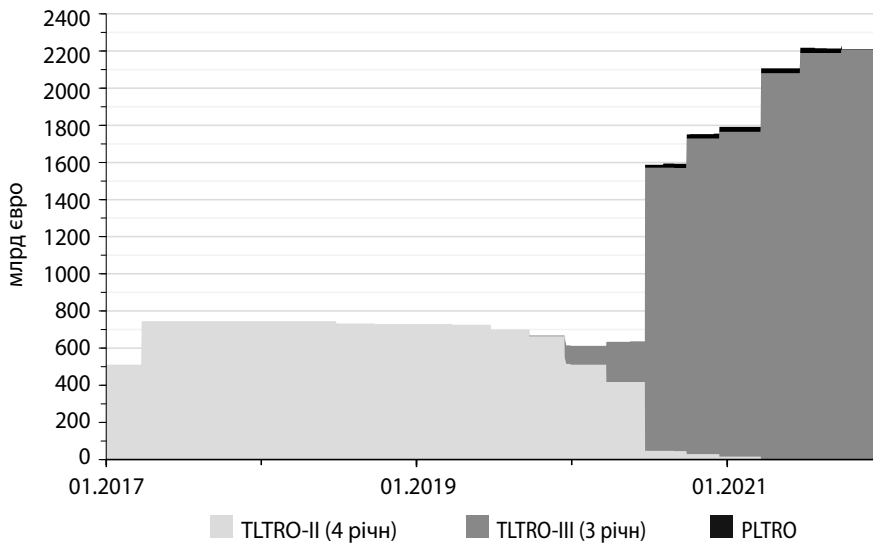


Рис. 19.2. Динаміка залишків за основними програмами рефінансування в ЄС у 2017– 2021 рр., млрд євро

Побудовано за: (T)LTRO Tracker. URL: <https://www.wifa.uni-leipzig.de/institut-fuer-wirtschafts-politik/forschung/tltro-tracker>.

За даними ЄЦБ¹, 78 % банків брали участь в операції TLTRO III у червні 2020 р., 35 % у вересні, 23 % у грудні та 65 % у березні 2021 р., головним чином, через мотив прибутковості (привабливість умов TLTRO). З опитаних банків 72 % заявили, що вони використовували ліквідність від TLTRO III для надання кредитів у II та III кв. 2020 р., тоді як 65 % заявили, що зроблять це протягом наступних шести місяців. TLTRO III сприяв незначному зниженню кредитних стандартів банків, особливо щодо позик підприємствам, і мав істотний позитивний вплив на обсяги кредитів підприємствам. Крім того, споживчі кредити постраждали менше, але позитивний вплив на обсяги кредитування та кредитні стандарти все ще зберігався. Ключові наслідки використання програм рефінансування TLTRO III у ЄС наведено в табл. 19.1.

Як випливає з таблиці, участь у TLTRO III дала змогу банкам значно підвищити свою кредитну спроможність, знизивши вимоги до позичальників, і тим самим наростити обсяги кредитного портфелю. При цьому мотив прибутковості (дешеве рефінансування) залишався головною причиною участі банків у TLTRO III (офіційна причина участі 29 % усіх банків у червні 2021 р. та 14 % у вересні 2021 р.). Запобіжний мотив, тобто нівелювання або зменшення труднощів із фінансуванням (6 % у червні та 3 % у вересні) й виконання регулятивних або наглядових вимог (8 % у червні та

¹ Bank lending survey / ECB. 2021. URL: https://www.eib.org/attachments/publications/economics_cesee_bls_2021_h2_en.pdf.

Таблиця 19.1

Оцінка факторів впливу TLTRO III на кредитування в ЄС (бали згідно з опитуваннями)

Період	Кредити підприємствам			Кредити домогосподарствам		
	Стандарти	Умови	Обсяги	Стандарти	Умови я	Обсяги
IV кв. 2019 – I кв. 2020	-6	-12	11	-7	15	5
II кв. 2020 – III кв. 2020	-14	-19	47	-2	2	10
IV кв. 2020 – I кв. 2021	-8	-27	45	0	-4	11

Складено за: The euro area bank lending survey. Third quarter of 2021 / ECB. 2021. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/pdf/ecb.blssurvey2021q3~57cc722cfb.en.pdf.

4 % у вересні) були менш актуальними для банків у двох останніх операціях TLTRO III, про що повідомили близько чверті учасників¹.

У країнах поза ЄС, а також ряді країн-членів, які не входили до Єврозони, центробанки також спростили доступ до рефінансування, що позначилось на динаміці його надання. Так в Україні обсяг залишків за операціями рефінансування протягом 2020 р. зріс більш як удвічі (рис. 19.3).

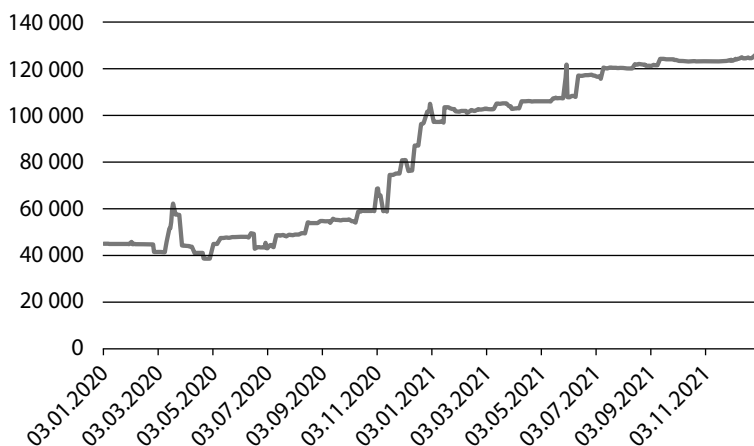


Рис. 19.3. Рефінансування НБУ банків України під час пандемії (залишок за основною сумою), млн грн

Джерело: Оперативні дані, що характеризують ліквідність банківської системи та чинники її зміни / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/fm-liquidity>.

Одну з наймасштабніших програм надання ліквідності засобами пільгового рефінансування під час пандемії у Східній Європі серед країн з власними локальними валютами реалізував Національний банк Угорщини. У березні 2020 р. він запустив

¹ The euro area bank lending survey. Third quarter of 2021 / ECB. 2021. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/pdf/ecb.blssurvey2021q3~57cc722cfb.en.pdf.

нову необмежену довгострокову кредитну лінію та звільнив банки від дотримання резервних вимог, а крім того, ініціював щоденні однотижневі аукціони валютного свопу форинтів для підтримки адекватної ліквідності в банківському секторі. У результаті вже в березні загальний обсяг своп-операцій ЦБ зріс до 2,2 трлн форинтів. У квітні 2020 р. центральний банк відновив дві схеми купівлі облігацій, які було прийнято у 2018 і 2019 рр. Ці рішення привели до зростання активів Національного банку Угорщини до кінця квітня на 21,4 %. У вересні, листопаді 2020 р. та січні 2021 р. ці програми було розширено загалом ще на 2,1 млрд форинтів. До того ж монетарний регулятор започаткував одну з найбільших у Східній Європі програм викупу державних цінних паперів на вторинному ринку, покликану підтримувати ліквідність ринку державних цінних паперів.

Національний банк Польщі пішов дещо іншим шляхом. У березні 2020 р. він вплив ліквідність через операції репо та запустив програму купівлі державних облігацій на вторинному ринку. Шляхом широкомасштабної купівлі державних облігацій у рамках структурних операцій на відкритому ринку ЦБ мав на меті змінити довгострокову структуру ліквідності в банківському секторі, підтримувати ліквідність на вторинному ринку цих цінних паперів і посилити вплив процентів зниження реальної ставки економіки. Купівля державних облігацій на вторинному ринку зумовила зростання активів центробанку до кінця травня 2020 р. на 17,4 %, а загалом у 2020 р. його баланс зріс на 40 %¹.

У результаті аналізу національної банківської статистики стає очевидним, що резерви були здебільшого створені національними ЦБ “кризових країн”, тоді як зрештою опинилися в Німеччині та Нідерландах (Cecchetti, McCauley, & McGuire, 2012). Потік резервів виник через непоновлення міжнародних міжбанківських позик (без пролонгації) та втечу приватного капіталу (депозити відпливали з кризових країн).

За підсумками пандемії масштабні покупки активів та операції з рефінансування підтвердили свою ефективність та стали основними нетрадиційними інструментами для посилення експансіоністської позиції монетарної політики в кризових умовах. Можна прогнозувати, що вони увійдуть до традиційного набору антикризових заходів. Коли ЦБ усього світу знизили процентні ставки після великої фінансової кризи, вони швидко досягли нульової межі ставок. На ній звичайний інструмент політики, тобто керування короткостроковою процентною ставкою, втрачає силу, і ЦБ вдаються до нетрадиційних інструментів, аби вплинути на фінансові умови.

Проте антикризовий спектр заходів – це не всі можливі перспективи цільового рефінансування. Наразі широко розглядається можливість використання цільових та довгострокових операцій рефінансування, зокрема TLTRO, для забезпечення дешевого фінансування для банків, щоб стимулювати їх кредитувати екологічне відновлення (Klooster, & Tilburg, 2020).

¹ A global database on central banks' monetary responses to Covid-19 / BIS. BIS Working Papers. 2021. No 934. URL: <https://www.bis.org/publ/work934.htm>.

Одним зі способів, за допомогою яких ЄЦБ може вплинути на вартість енергетичного переходу, є операції рефінансування, котрі завжди відкриті для банків на короткий термін. Пропозиції щодо екологізації TLTRO висунули аналітичні центри й економісти-банкери. Центральні банки оцінили коригування ціноутворення в кредитних операціях на основі еталонного показника кліматичного кредитування як дуже позитивний внесок у пом'якшення зміни клімату. Центробанки Японії та Китаю вже запровадили зелене цільове кредитування. Однак ЄЦБ поки що не додав жодних кліматичних міркувань до критеріїв TLTRO.

Нещодавно було проведено першу оцінку кліматичного впливу кредитів, виданих банками, які брали участь у програмі TLTRO III, що тривала з березня 2020 р. по березень 2021 р. Було виявлено, що додаткове кредитування в рамках програми призвело до зростання кредитів у більш забруднюючі сектори, а кредитування менш забруднюючих секторів було майже ідентичним для банків-учасників і не-учасників. У цьому випадку мета полягала б у тому, щоб банки надавали дешевші позики, котрі прискорюють енергетичний перехід, таким чином сприяючи цінovій стабільності в ЄС шляхом зменшення залежності від нестабільної енергії з викопного палива. Програма цільового довгострокового рефінансування може сприяти досягненню цих цілей шляхом диференціації витрат на рефінансування. Наявні інструменти цільового рефінансування стимулюють кредитування, яке не узгоджується з переходом на низький рівень вуглецю, що може негативно вплинути на цілі грошово-кредитної політики. Крім того, поточна кредитна поведінка банків не ґрунтується на належній практиці управління щодо кліматичних та екологічних ризиків. Більшості банків бракує відповідних систем для їх урахування в рішеннях про кредитування.

Це означає, що незбалансоване кредитування наражає банківський сектор на додаткові ризики. Стимулюючи кредитування менш забруднюючих компаній через власну діяльність, центробанк протидіятиме цьому упередженню. У такому контексті вищі процентні ставки для забруднюючих секторів можуть поєднуватися з низькими ставками для решти економіки. Однак є також вагомі причини для впровадження програми цільового довгострокового рефінансування разом зі зростанням процентних ставок. Замість того, щоб стимулювати нові інвестиції, програма захистить зелені інвестиції від високих процентних ставок.

Різке зростання процентних ставок в умовах високої інфляції може негативно вплинути на інвестиції у виробництво чистої енергії. У цьому контексті програма допоможе узгодити банківське кредитування з очікуваною економічною траєкторією зміни клімату. Друге обмеження, яке випливає з природи вузького мандату ЦБ, полягає в тому, що зелена програма TLTRO повинна підтримувати державну економічну політику, а не замінювати чи суперечити їй. Центробанку доведеться підпорядкувати свої погляди щодо визначення кліматичної політики урядовим програмам.

19.2. Вплив європейських програм дострокового рефінансування банків у період пандемії на економічне зростання (на прикладі Угорщини)

Для країн ЄС найважчим виявився 2020 рік (I – II квартали) у плані падіння ВВП, однак глибина і тривалість спаду суттєво варіювались (табл. 19.2).

Таблиця 19.2

Темпи щоквартального приросту ВВП у країнах ЄС

Країни	2019 IV кв.	2020 I кв.	2020 II кв.	2020 III кв.	2020 IV кв.	2021 I кв.	2021 II кв.	2021 III кв.	2021 IV кв.
ЄС	0,1	-3,0	-11,0	11,3	0,1	0,4	2,0	2,1	0,7
Єврозона	0,0	-3,4	-11,3	12,1	-0,1	0,2	2,0	2,1	0,5
Бельгія	0,6	-2,9	-11,4	11,8	-0,5	1,4	1,8	2,3	0,6
Болгарія	1,2	-3,8	-4,8	3,6	1,8	2,8	1,3	1,9	1,5
Чехія	0,5	-3,3	-8,9	7,0	1,2	-0,6	1,4	1,8	0,8
Данія	-0,3	-1,0	-6,0	5,6	1,0	1,6	2,9	0,8	2,4
Німеччина	0,3	-1,8	-9,2	8,9	0,8	-1,3	2,2	0,7	0,0
Естонія	0,7	-0,4	-5,3	4,7	2,4	2,8	2,1	-0,3	1,0
Ірландія	1,6	3,4	-5,6	11,9	-4,8	11,5	2,5	2,6	-2,5
Греція	-0,4	-1,8	-13,4	5,4	4,0	3,3	1,3	3,2	0,5
Іспанія	0,2	-5,4	-17,6	16,2	0,2	0,4	2,1	2,3	2,0
Франція	-0,4	-5,2	-13,1	17,4	-0,6	0,1	0,9	3,0	0,6
Хорватія	0,0	-1,1	-14,7	5,6	5,9	7,3	0,5	2,3	2,2
Італія	-0,8	-5,8	-12,0	14,2	-0,7	0,5	2,5	2,9	0,8
Кіпр	0,8	-0,5	-11,9	6,6	3,9	1,8	0,3	2,4	1,7
Латвія	0,1	-0,4	-6,7	5,8	0,9	-0,5	2,6	1,2	0,7
Литва	1,3	-0,3	-5,3	6,1	0,3	1,8	1,5	1,5	1,3
Люксембург	0,5	-1,1	-6,0	8,5	-1,1	3,9	1,0	0,2	2,4
Угорщина	0,5	-0,4	-14,5	11,8	1,6	1,1	2,4	1,4	2,4
Мальта	1,3	-3,7	-14,1	7,9	3,3	6,0	0,4	5,6	1,1
Нідерланди	0,6	-1,3	-8,3	6,4	0,6	1,2	3,1	1,9	0,8
Австрія	-0,6	-2,2	-11,5	11,3	-1,9	-0,9	4,1	4,1	-1,0
Польща	0,6	0,7	-9,2	6,8	0,1	2,3	2,5	2,2	1,9
Португалія	0,8	-4,4	-15,1	14,6	0,4	-2,4	4,5	3,0	1,9
Румунія	0,6	0,7	-9,6	3,7	3,5	2,0	1,8	0,8	0,6
Словенія	1,2	-4,7	-9,8	13,0	-1,3	1,8	1,9	2,9	3,4

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 19.2

Країни	2019 IV кв.	2020 I кв.	2020 II кв.	2020 III кв.	2020 IV кв.	2021 I кв.	2021 II кв.	2021 III кв.	2021 IV кв.
Словаччина	0,6	-3,1	-7,5	9,7	0,8	-0,1	1,7	0,6	0,4
Фінляндія	-0,2	-0,2	-6,4	5,0	0,8	0,0	1,4	1,0	0,9
Швеція	0,6	-0,5	-7,9	7,2	0,6	1,2	1,7	2,0	2,1
Норвегія	0,8	-1,3	-5,3	4,3	1,2	-0,3	1,3	3,2	0,4
Швейцарія	0,6	-1,4	-6,7	6,9	0,4	0,4	2,5	2,2	0,2
Британія	0,0	-3,0	-18,8	16,0	:	:	:	:	:
Македонія	-1,5	-0,4	-13,4	14,0	1,5	-0,5	-0,4	1,2	0,9
Сербія	1,5	0,1	-9,6	7,4	1,7	3,1	0,9	2,1	1,3

Примітка. До ЄС із 2020 р. входять 27 країн, до ЄС – 19 країн.

Складено за: Causes of death - deaths by country of residence and occurrence / Eurostat. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/HLTH_CD_ARO__custom_5648997/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=88345e8d-f710-4351-a65f-dc8b0d9c53d2.

Угорський національний Банк (Magyar Nemzeti Bank, MNB) у політиці рефінансування історично виходив з інтересів стимулювання кредитної активності банків. Під час системних стресів, включно з глобальною фінансовою кризою, MNB доповнював традиційні інструменти “неортодоксальними”, аби посилити ефекти трансмісії монетарної політики.

Найбільший інтерес для вивчення та впровадження в Україні становить *Схема фінансування для зростання (Financing for Growth, FGS)*, запроваджена для стимулювання доступних кредитів з акцентом на МСП. Першу схему FGS було оголошено у квітні 2013 р. MNB надав банкам фінансування на таких умовах: нульова ставка запозичення у місцевій валюті; обмеження на ставку кредитів кінцевим позичальникам до 2,5 % річних; максимальний строк повернення рефінансування 10 років. Це дало змогу активізувати надання кредитів банками у форинтах і скоротити кредитування в іноземній валюті. Схема FGS, запущена у 2013 р., відіграла важливу роль у підтримці МСП після фінансової кризи 2008 р. та істотно вплинула на зростання та зайнятість. За 2013–2019 рр. майже 50 тис. компаній отримали доступ до 3,4 трлн форинтів (9,8 млрд євро) (Matolcsy, 2020).

Водночас MNB пропонував банкам – учасникам Схеми розміщувати надлишкову ліквідність у MNB за пільговими ставками, таким чином фактично субсидуючи кредитування. За оцінками, Схема FGS у 2013–2016 рр. додала приблизно 2 в. п. до зростання ВВП і збільшила зайнятість приблизно на 20 тис. осіб¹. Протягом 2013–2016 рр. центральний банк неодноразово удосконалював Схему, щоб ефективніше реагувати на зрушення у кредитування. У міру стабілізації, віднов-

¹ Funding for Growth Scheme / FGS. URL: <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/funding-for-growth-scheme-fgs>.

лення зростання, збільшення обсягів запозичень баньками. Схема FGS поступово згорталась, а розвивались так звана *ринкова схема кредитування* (Market lending scheme, MLS).

На спалах пандемії MNB відреагував переглядом Схеми FGS, а вже після активної фази коронавірусу переробив її для кліматичного фінансування економіки. Попри те, що схема FGS була популярною серед МСП і фінансових установ з моменту свого створення, криза COVID-19 підкреслила важливість нового надійного фінансування за вигідними процентними ставками.

Програми MNB не виключали пільгового фінансування бізнесу і домогосподарств через державні агенції (експортно-імпортний банк, національні установи розвитку) та механізму державних гарантій для позичальників. Сума заборгованості за різними кредитами FGS на кінець листопада 2022 р. становила близько 4,2 % ВВП. MNB стерилізував вплив програм на ліквідність. Від початку пандемії MNB розширив використання нетрадиційних інструментів на основі досвіду великих розвинутих економік, котрі визнали такі інструменти ефективними, за умови, що вони були чітко пояснені, вважалися тимчасовими й не відновлювали фіскального домінування. Валюта балансу MNB швидко зросла під час пандемії.

Рефінансування банків не було єдиним заходом. MNB запровадив пакет заходів для прямої підтримки мікро-, малого та середнього бізнесу, а саме оголосив гнучкі варіанти реструктуризації та мораторій на погашення виданих кредитів за Схемою FGS до кінця 2020 р.

Відповідно до пропозиції MNB 18 березня 2020 р. уряд Угорщини видав постанову про розширення кола пільгових позичальників. Це привело до економії фірм і домогосподарств близько 2 трлн форинтів (5 млрд. євро) на сплаті боргів.

Заходи уряду в рамках Плану дій із захисту економіки спрямовувались на збереження зайнятості, підтримку ліквідності підприємств. У 2020 р. було вирішено запустити програми підтримки інвестицій на суму майже 1 трлн форинтів (Matolcsy, 2020). План заходів щодо економічного відновлення було розроблено для поступового полегшення умов і відновлення економічної діяльності в три етапи. На першому етапі MNB надав 100 млрд форинтів безпроцентних позик банкам для швидкого відновлення. На другому етапі увагу було приділено посиленню системи вищої освіти. Третя фаза зосереджувалася на розвитку зеленої енергетики, побудові циклічної економіки та повній цифровізації.

Схема FGS досягла очікуваних результатів в умовах пандемії. Середня процентна ставка за кредитами на суму, еквівалентну менше 1 млн євро, наприкінці 2020 р. становила 1,6 % у національній валюті та 2,6 % у євро. На кінець 2020 р. середня процентна ставка за кредитами у форинтах несуттєво зросла до 1,96 %, у євро впала до 1,6%¹.

У квітні 2020 року MNB розпочав нову фазу рефінансування за схемою під брендом “FGS Go!”. Програма передбачала надання позик на суму 1,5 трлн форинтів

¹ Ibid.

(4,3 млрд євро екв.) як реакцію на попит підприємств. Нова версія схеми пропонувала ще сприятливіші умови для вітчизняних МСП, ніж раніше¹:

1. Сфера цілей позики значно розширилася – на додаток до інвестиційних позик і лізингових угод підприємства могли брати позики на оборотні кошти, а також для погашення наявних раніше отриманих позик за ринковими ставками.
2. Максимальна сума кредиту зросла до 20 млрд форинтів (57 млн євро) для підтримки великих МСП та інвестиційних проектів.
3. Максимальний 20-річний термін погашення забезпечував надійне фінансування інвестицій з повільним поверненням.

MNB змінив умови запроваджені в липні 2019 р. *схеми викупу облігацій для фінансування зростання* (Bond Funding for Growth Scheme, BGS) як альтернативу банківським кредитам. Центральний банк мав намір заохочувати вітчизняні компанії, які випускали облігації, шляхом підвищення ліквідності ринку корпоративних облігацій Угорщини. Облігації випустили 26 компаній, залучивши 480 млрд форинтів (1,4 млрд євро).

На початку пандемії MNB розширив діапазон прийнятної застави за рахунок кредитів великим компаніям, запровадив довгостроковий кредитний інструмент під заставу з фіксованою ставкою. Ці зміни супроводжувались програмою викупу державних цінних паперів і перезапуску програми купівлі іпотечних облігацій. Щоб забезпечити стабільність цін і відновити економічне зростання, наприкінці червня та в липні 2020 року монетарна рада ЦНБ знижила облікову ставку на 15 б. п. – до 0,60 %.

Загалом цілеспрямовані заходи MNB та мораторій на погашення кредитів виявилися надзвичайно корисними для суб'єктів господарювання, які борються з пандемією.

Схеми FGS і BGS відіграють важливу роль у відновленні економіки Угорщини. Трансформований набір інструментів ЦБ може призвести до загального послаблення монетарних умов для підтримки стабільності цін, фінансової стабільності та економічного зростання.

Кошти за схемою (програмою) FGS Go! були доступні для вибірки до 30 вересня 2021 р., кредитні установи – учасниці уклали кредитні або лізингові договори з 40 655 підприємствами на суму 3000 млрд форинтів. Фактично вже використана, але не погашена сума становила 2075 млрд форинтів. У загальній сумі кредитних і лізингових договорів частка нових інвестиційних позик або лізингових угод, позик на оборотний капітал і погашення наявних інвестиційних позик дорівнювала 38, 53 і 9 % відповідно.

З метою підтримки фінансування економіки, зокрема МСП, MNB у липні 2020 р. вніс зміни до умов FGS Go!: розширено можливості фінансування щодо

¹ MNB made the FGS Go! program even more flexible from 13 July 2020 / MNB. 2020. July 14. URL: <https://kpmg.com/hu/en/home/insights/2020/07/mnb-made-the-fgs-go-program-even-more-flexible-from-13-july-2020.html>.

іноземних інвестицій та попереднього фінансування субсидій з державного бюджету; оцінка заявок на кредити на оборотні кошти стала гнучкішою завдяки впорядкуванню необхідних документів. MNB звернув увагу банків на те, що в першочерговому порядку контролюватиме дотримання 10-денного терміну кредитної оцінки.

MNB прагнув збільшити кредити банків для МСП у III кв. 2020 р. після спаду в II кв. через коронавірус.

Пільгове фінансування ставало доступним для фінансування іноземних інвестицій. Відтепер МСП могли перерозподіляти кошти інвестиційного кредиту компанії, котра зареєстрована в іноземній державі та безпосередньо володіє щонайменше 50 % капіталу підприємства.

Для новостворених і мікропідприємств, сезонного бізнесу з'явилася можливість простіше й гнучкіше визначати максимальну суму кредиту на обігові кошти в частині спрощених вимог до звітності. Гранична сума могла бути з'ясована на основі бізнес-плану компанії, дозволялося попередньо профінансувати безповоротні гранти, отримані не лише з ЄС, а й із національного центрального бюджету. Дотримання терміну прискореної оцінки кредитоспроможності в 10 робочих днів із подальшим отриманням повних документів мало вибірково перевірятися органами MNB. У разі невідповідності кредитна установа втрачала право на субсидований кредит рефінансування.

З початку пандемії Єврокомісія схвалила заходи Угорщини з підтримки відповідно до Тимчасових рамок державної допомоги та правил державної допомоги ЄС. Ці заходи спрямовувалися на допомогу громадянам і компаніям і пом'якшення значних економічних наслідків пандемії коронавірусу (табл. 19.3).

Таблиця 19.3

Еволюція схем державної допомоги бізнесу Угорщини в умовах пандемії коронавірусу

Дата рішення	Зміст
17 квітня 2020 р.	Прийнято програму на суму приблизно 1 млрд євро для підтримки економіки в контексті спалаху коронавірусу. Підтримка мала надаватися у формі прямих грантів, позик та заходів із використанням для цієї мети структурних фондів ЄС. Схема була відкрита для всіх компаній, які мали доступ до європейських структурних фондів
30 квітня 2020 р.	Оголошено Схему допомоги на 1,55 млрд євро для підтримки економіки в умовах спалаху коронавірусу. Коштами повинні керувати й упроваджувати: (i) напівдержавна Garantíqa Credit Guarantee Company – надання гарантій за кредитами на суму до 14 млн євро на компанію; (ii) Державний MFB Ltd. (Угорський банк розвитку), котрий надаватиме гарантії для позик на більшу суму, максимум 28 млн. євро на компанію. Гарантії для МСП і великих компаній мали надаватися через кредитні установи
7 травня 2020 р.	Затверджено Схему підтримки для МСП у ланцюгу створення вартості агропродовольчої продукції в контексті спалаху коронавірусу, яка мобілізує щонайменше приблизно 314 млн євро. Мета заходу – забезпечити компанії фінансуванням для покриття потреб у оборотному капіталі та інвестиціях, а також допомогти їм підтримувати свою діяльність під час пандемії

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 19.3

Дата рішення	Зміст
25 травня 2020 р.	Прийнято програму на суму приблизно 60 млн. євро для підтримки МСП, які постраждали від спалаху коронавірусу, – покриття негайних потреб у оборотному капіталі та інвестиціях шляхом полегшення доступу до кредитів. Підтримка мала надаватися у формі прямих грантів, призначених для покриття частини фінансових витрат (проценти та комісія), котрих зазнали МСП у зв'язку з певними позиками, наданими до 31 грудня 2020 р. Допомога надаватиметься через кредитні установи. Угорська влада очікувала, що до 6 тис. МСП скористаються схемою
25 травня 2020 р.	Прийнято програму з бюджетом приблизно 156 млн євро для підтримки економіки у формі вливання капіталу та конвертованих у капітал позик на суму до 800 тис. євро для компаній, що працювали у всіх секторах, за винятком аграрного. Підтримку мали отримати від 140 до 220 компаній. Мета схеми полягала в задоволенні потреби в ліквідності компаній, допомозі їм у продовженні діяльності, започаткуванні інвестицій та збереженні зайнятості під час і після спалаху пандемії
13 серпня 2020 р.	Відповідно до правил ЄС щодо державної допомоги внесено зміни до схеми підтримки економіки в контексті спалаху коронавірусу: (i) розширення кредитної програми для МСП у сфері туризму у формі овердрафту; (ii) збільшення загального бюджету схеми з 60 млн до 100 млн євро. За оцінками, загалом до 10 тис. компаній мали отримати вигоду від зміненої схеми
23 листопада 2020 р.	Нова програма на суму 145 млн євро надавала підтримку ліквідності й капіталу компаніям, які постраждали від спалаху коронавірусу, у формі субординованих позик, рекапіталізації та конвертованих позик. Схема управлялася двома державними фондами, а рекапіталізація була обов'язковим компонентом допомоги, який можна поєднувати з борговими та іншими інструментами
18 лютого 2021 р.	Модифіковано 12 схем допомоги для підтримки компаній, які постраждали від спалаху коронавірусу, відповідно до правил державної допомоги ЄС. Чинні схеми продовжено до кінця 2021 р. зі збільшенням бюджету та іншими технічними поправками

Складено автором.

Через негативні економічні наслідки пандемії коронавірусу заборгованість за корпоративними кредитами скоротилася у II кв. 2020 р. порівняно з кінцем попереднього кварталу, тоді як було зареєстровано зростання на 700 млрд форинтів у річному обчисленні, що відповідало щорічному зростанню на 8,4 %. Заборгованість за кредитами МСП зросла на 9 % у річному обчисленні, що було суттєво підтримано схемою FGS Go!, за якою надано кредитів на суму 160 млрд форинтів. Річні темпи зростання залишку кредитів фізичним особам прискорилися майже до 20 %, що було переважно підтримано скороченням виплат унаслідок мораторію на виплату платежів і динамічної видачі кредитів на допозовову допомогу. Наприкінці червня 2020 р. останні вже становили 10 % загальної кількості непогашених позик домогосподарствам. З огляду на важливість продукту MNB провів опитування серед боржників за алімен-тами на дитину, щоб вивчити їхні характеристики та основні цілі кредитування¹.

¹ Trends in Lending / MNB. 2020. September. URL: <https://www.mnb.hu/en/publications/reports/trends-in-lending/trends-in-lending-september-2020>.

Мораторій на погашення, запроваджений у березні 2020 р., сприяв уповільненню амортизації кредитного портфеля, а нові договори підтримувалися кредитними програмами ЦБ та уряду, які було запущено для пом'якшення економічних наслідків коронавірусу. Протягом II кварталу підприємства уклали нові кредитні договори на суму приблизно 640 млрд форинтів, що на 18 % менше нових позик, наданих у II кварталі минулого року. Кредитування МСП було значно підтримано схемою управління FGS і FGS Go! Згідно з цими схемами укладені нові кредитні договори на суму 190 млрд форинтів становили 60 % кредитних договорів для МСП у II кв. 2020 р.

Умови надання кредитів значно ускладнилися, але попит на довгострокові кредити зменшився. У II півріччі 2020 р. банки планували подальше посилення умов кредитування комерційної нерухомості; однак паралельно вже прогнозували погравлення попиту. Роздрібні кредити зросли на 232 млрд форинтів завдяки транзакціям у II кв. 2020 р., що привело до річного зростання на 19,6 %. Кредитні установи уклали позики на допозову підтримку на суму 142 млрд форинтів, три чверті боржників використовували кредити під житлові потреби.

Банки протягом II кварталу посилили умови кредитування як за житловими, так і за споживчими кредитами, що пояснювалося погіршенням економічних перспектив і погіршенням кредитоспроможності клієнтів. Умови кредитування домогосподарств стали жорсткішими не лише в Угорщині, а й у еврозоні, що насамперед пов'язувалося з невизначеністю економічного середовища внаслідок коронавірусу.

У IV кв. 2020 р. було зареєстровано зростання непогашених кредитів як для підприємств, так і для домогосподарств, причому програми кредитування уряду та ЦБ продовжували відігравати значну роль. Наприкінці 2020 р. 54 % прийнятних роздрібних кредитів і 39 % прийнятних корпоративних кредитів брали участь у мораторії на виплати, що істотно скоротило виплати¹. Згідно з попередніми даними, заборгованість за корпоративними кредитами зросла на 9,4 % в річному обчисленні, тоді як заборгованість за кредитами МСП – на 13 %. Договори, укладені в рамках Програми FGS Go! забезпечили потужну підтримку корпоративного кредитування: з моменту спалаху пандемії коронавірусу в Угорщині кредитування за схемою становило більше половини та майже 90 % виплат корпоративних позик і позик МСП відповідно. Позики на допозову допомогу посідали вагоме місце у збільшенні непогашених кредитів домогосподарствам на 14,5 %. Цей продукт становив 30 % видачі протягом року та 13 % непогашених позик домогосподарствам.

Попри негативний економічний вплив пандемії коронавірусу, заборгованість за корпоративними кредитами продовжувала зростати й у IV кв. 2020 р., збільшившись майже на 227 млрд форинтів. Таким чином, загалом виплати кредитів у 2020 р. перевищили обсяг погашення кредитів на 780 млрд форинтів, у результаті чого корпоративні кредити банків зросли на 9,4 %. У IV кварталі корпорації уклали нові кредитні контракти на суму приблизно 1155 млрд форинтів, що на 71 % перевищило обсяг нових кредитів, виданих у IV кв. 2019 р. У 2020 р., за попередніми даними, кредитний

¹ Trends in Lending / MNB. 2021. March. URL: <https://www.mnb.hu/en/publications/reports/trends-in-lending/trends-in-lending-march-2021>.

портфель мікро-, малих і середніх підприємств зріс на 13 %. Кредитування МСП було суттєво підтримано FGS Go! завдяки укладеним новим кредитним договорам на суму 660 млрд форинтів, що становило 90 % усіх договорів для МСП у IV кв. 2020 р.

Згідно з відповідями банків, які брали участь в опитуванні щодо кредитування¹, крім посилення фінансування комерційної нерухомості через специфічні для сектору причини умови кредитування істотно не змінилися в IV кварталі, водночас спостерігалось зростання попиту як на коротко-, так і на довгострокові кредити. Банки – учасники опитування не планували подальшого посилення умов кредитування підприємств будь-якої категорії розміру у I половині 2021 р., а паралельно очікували подальшого поживлення попиту.

У IV кв. 2020 р. заборгованість за кредитами домогосподарств у секторі кредитних установ зросла, насамперед через динамічну видачу кредитів на допологову допомогу та житлових кредитів, а також зниження амортизації внаслідок мораторію на розстрочку. Виплати кредитів перевищили обсяг нових видач на 257 млрд форинтів. У грудні 2020 р. через транзакції заборгованість банків за кредитами населення перевищила рівень 2019 р. на 14,5 %. *Цей річний темп зростання був найвищим серед держав – членів ЄС.* Третину видач протягом кварталу становили субсидовані кредити. Банки – учасники опитування протягом кварталу не змінювали умов житлових і споживчих кредитів. Окрім зростання попиту, у першій половині 2021 р. вони очікували пом'якшення вимог, у чому значну роль могла відіграти субсидія на поліпшення житла.

Варто підкреслити, що протягом багатьох років політики MNB й уряду могли як взаємодоповнюватися, так і суперечити одна одній. Наведемо кілька прикладів конкуруючих цілей або непослідовних політик (Lybek, 2023).

З одного боку, угорський уряд пропонує кредитну підтримку нефінансовим корпораціям. Пільгове банківське кредитування – програма FGS від MNB та різні урядові схеми – становили 31 % загального портфелю банківських кредитів (для МСП – 44 %). З другого боку, Угорський банк розвитку і Ексімбанк також пропонували програми, вдосконалені під час пандемії. Близько 21,5 % банківських кредитів підприємствам забезпечувалися гарантією від вітчизняної установи із зустрічною гарантією від уряду. Ці ініціативи зменшували кредитний ризик і, отже, мали справляти більш обмежений вплив на пряму передачу облікових ставок MNB на корпоративні ставки, ніж субсидоване кредитування.

Уряд запровадив різноманітні схеми підтримки житла, зокрема, щоб стимулювати народження дітей, тоді як MNB намагався зменшити ризики, пов'язані із сектором нерухомості. На кінець 2021 р. близько чверті нововиданих житлових кредитів було субсидовано державою. Передпологові “дитячі” кредити, запроваджені в середині 2019 р. та продовжені до кінця 2024 р., стали дуже популярними завдяки низьким ставкам: максимальна позика в 10 млн форинтів (близько 25 тис. євро) є безпроцентною, якщо в сім'ї протягом п'яти років з'явиться одна дитина. Держава

¹ Press release on the utilization of the Funding for Growth Scheme Go! / MNB. 2021. October. URL: <https://www.MNB.hu/letoltes/nhphajra-oktober-en.pdf>.

візьме на себе 30 % боргу, що залишився, у випадку двох дітей, та весь борг, що залишився, у разі народження трьох дітей. Нарешті, програму ремонту житла було запроваджено у 2021 р. та продовжено у 2022 р.

Тим часом МНВ запровадив і поступово скоригував макропруденційну політику щодо житла, аби стримувати ризики, одночасно допомагаючи ринку довгострокових іпотечних облігацій сприяти ефективнішому фінансуванню житла. Багато державних схем діяли, поки будівельний сектор перегрівався, а ціни на нерухомість стрімко зростали, що, ймовірно, протидіяло підвищенню процентних ставок, необхідних для пом'якшення попиту.

Угорщина запровадила мораторій на обслуговування боргу в умовах пандемії. Його кілька разів подовжували, хоча в листопаді 2021 р. він був змінений з обов'язкового для банків до рекомендованого. Продовження відстрочок навіть після того, як ситуація, що передувала, нормалізувалася, може підвищити моральний ризик і штучно збільшити чисту процентну маржу для майбутнього фінансового посередництва, оскільки банки прагнуть компенсувати свої ризики.

19.3. Політика НБУ щодо довгострокового рефінансування комерційних банків

Політика рефінансування ЦБ – це:

- а) складова монетарної політики, що підпорядковується її цілям і завданням залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку;
- б) процес прийняття рішень у сфері рефінансування, що реалізується ЦБ завдяки його повноваженням, законодавчій і нормативно-правовій регуляції змін характеру відносин між суб'єктами (захисту їхніх інтересів) системи рефінансування, об'єктів (ліквідності, збільшення грошової маси в обігу, активізації кредитування), умов надання (належність КБ до системно важливих / застава за кредитами), інструментів (кредитний аукціон, переоблік векселів, застава цінних паперів), обсягів і процентної ставки рефінансування, що впливає на ступінь ліквідності КБ, їхніх депозитних і кредитних ставок, ставок міжбанківського кредитного ринку (МКР), а також інших процентних ставок на фінансових ринках, динаміки курсу національної грошової одиниці, рівня інфляції, припливів короткострокового капіталу в країну;
- в) супровідний механізм емісії грошей.

Політика рефінансування може бути агресивною, ірраціональною, селективною (адресне рефінансування КБ), інвестиційного/пільгового рефінансування. Специфікою політики довгострокового рефінансування є відмінність його цілей (стратегічних, проміжних, тактичних) і завдань та використання зазначених вище елементів політики рефінансування на тривалий період.

Фундаментальний блок системи рефінансування охоплює політику рефінансування стосовно процентної політики ЦБ / обсягів рефінансування.

Регулюючий блок системи/політики рефінансування складається з різнопланового забезпечення (нормативно-правового, організаційно-методичного, інформа-

ційно-аналітичного, програмно-технологічного), методів, засобів (кількісні/процентні тендери), інструментів, умов (наявність у КБ генеральної кредитної угоди з ЦБ, згода КБ у заявці на участь у тендері на підтримку ліквідності на коригування процентної ставки в разі зміни облікової ставки ЦБ), принципів і періодичності/черговості/строків здійснення операцій, перебігу обслуговування заборгованості за кредитами рефінансування.

При цьому думки щодо інструментів рефінансування різняться: від включення до них кредитів ЦБ, міжбанківських кредитів, облігаційних позик до ототожнення рефінансування виключно з кредитами ЦБ.

Принципами рефінансування КБ з боку ЦБ є: орієнтація обсягів здійснюваних операцій (кредитів і операцій репо) / процентних ставок на чинні параметри грошово-кредитної політики; пріоритет інтересів ЦБ над інтересами КБ; чітке унормування ЦБ правил здійснення операцій рефінансування для мінімізації ризиків і забезпечення ліквідності застави; повернення, строківість, платність.

Принципами діяльності ЦБ як кредитора останньої інстанції (The lender of last resort) західні фахівці вважають кредитування виключно під будь-яке належне забезпечення за максимальною процентною ставкою (Humphrey, & Keteher, 1979). У більшості країн ЦБ використовують постійно діючі механізми чи лінії рефінансування КБ (Бричка, 2020).

Вплив рефінансування на забезпечення довгострокової ресурсної бази КБ доцільно розглядати в трьох аспектах. По-перше, з огляду на вплив рефінансування ЦБ як інструменту їхньої грошово-кредитної політики на формування такої бази. По-друге, з точки зору розвитку міжбанківського кредитування на первинному (децентралізованому) і вторинному (централізованому) сегментах МКР. По-третє, зважаючи на забезпечення такої бази внаслідок рефінансування КБ економічних агентів, з якими укладено кредитні угоди.

Значущість створення адекватних до статус-кво на ринку умов рефінансування КБ для забезпечення їхньої довгострокової ресурсної бази пов'язана з тим, що:

- 1) масштабність трансформації ресурсів ринку грошей за обсягами, строками і ризиками більша порівняно з окремими КБ;
- 2) рефінансування є одним із важливих чинників і одночасно індикатором забезпечення фінансової безпеки КБ і банківської системи загалом;
- 3) в умовах таргетування інфляції ставка рефінансування ЦБ є головним інструментом стабілізаційної політики;
- 4) розширення рефінансування ЦБ у кредитуванні інвестиційних проєктів; розвиток інструментів інвестиційного рефінансування ЦБ уможливає поліпшення використання й перерозподілу банківських заощаджень, сприяє трансформації останніх в інвестиції, підвищенню ефективності каналів грошової трансмісії у створенні нових робочих місць, стимулюванні сталого економічного зростання, убезпеченні від інфляційних ризиків монетарного характеру;

- 5) доступ КБ до рефінансування збільшує обсяг кредитних коштів, знижує їхню потребу продавати портфельні цінні папери й фіксувати збитки, позаяк тепер КБ можуть тимчасово покрити потребу в ліквідності;
- 6) рефінансування ЦБ сприяє поживавленню МКР;
- 7) рефінансування/перекредитування (оформлення КБ нового кредиту для погашення наявних) споживчих і цільових кредитів та боргів за кредитними картами не лише уможлиблює поліпшення умов виплат для економічних агентів, зниження щомісячного кредитного навантаження, а й запобігає зростанню заборгованості, сприяє отриманню нових клієнтів за рефінансування кредитів сторонніх організацій для убезпечення довгострокової ресурсної бази КБ;
- 8) ставка рефінансування є одним з інструментів монетарної політики ЦБ і впливає (звичайно, поряд із ризикогенною ситуацією, інфляцією, кон'юктурою ринків, діловою й інвестиційною активністю, очікуваннями економічних агентів та політикою банківських установ) на процентні ставки КБ, процентні доходи і витрати, обсяги залучення й розміщення коштів, доступність кредитування для фізичних та юридичних осіб, загальну економічну ситуацію;
- 9) за підвищення ЦБ ставки рефінансування поступово зростають ставки за депозитами і кредитами, що зумовлює стимулювання заощаджень, зменшення обсягів кредитування економічних агентів, обсягів роздрібного товарообігу й інвестування, що, у свою чергу, уповільнює інфляцію.

Слушно вести мову про неоднозначний вплив процентного каналу, зумовлений операціями рефінансування. Він може бути як прямим, так і опосередкованим унаслідок плаваючих кредитних ставок. Водночас зростання ставки рефінансування спричиняє ризик зниження темпів економічного зростання й інвестицій за рахунок банківського кредитування.

Умови рефінансування КБ із боку ЦБ зазвичай охоплюють такі елементи: чинна нормативно-правова база; види рефінансування (стандартне й нестандартне), наявність/відсутність порядку нестандартного рефінансування; цілі та завдання, суб'єкти і об'єкт рефінансування; наявність/відсутність загроз макроекономічній і фінансовій стабільності в країні (війни, пандемії тощо); спрямованість кредитів рефінансування, джерела й інструментарій підтримки ліквідності, обсяг, процентна ставка, строки, предмет застави, умови обслуговування і повернення тіла кредиту рефінансування, принципи організації системи рефінансування.

Політика НБУ щодо довгострокового рефінансування КБ визначається чинним законодавством та його наріжними відомчими документами. Водночас у Законі України "Про Національний банк України"¹ не містяться норми щодо різновидів кредитів рефінансування, їхнього цільового призначення й розмірів, умов надання і погашення. Закон України "Про банки і банківську діяльність"² також украй об-

¹ Про Національний банк України : Закон України від 07.12.2000 № 2121-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.

² Про банки і банківську діяльність : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14#Text>.

межено регламентує ці питання. Він наголошує, що НБУ, поряд з іншими формами, здійснює державне регулювання діяльності КБ у формі їхнього рефінансування.

Деталі регламентації рефінансування КБ з боку НБУ відображено в затверджених регулятором порядках, положеннях, механізмах. Однак і вони не містять єдиних критеріїв рефінансування.

Надання *довгострокових кредитів рефінансування* здійснюється з періодичністю, яка визначається на засіданнях правління НБУ з питань монетарної політики. Рефінансування КБ проводиться НБУ в рамках чинних генеральних кредитних договорів із використанням свого програмно-технологічного забезпечення. Причому застосовується збільшена на 2 в. п. облікова ставка НБУ, яка *підлягає перегляду щомісяця у визначені дати (залежно від дати надання КБ кредиту)*. Якщо НБУ оголошується процентний тендер із підтримання ліквідності КБ самі заявляють процентні ставки, що є не нижчими за зазначену.

НБУ має право надати КБ кредит овернайт та/або короткостроковий кредит рефінансування, та/або *довгостроковий кредит рефінансування на погашення раніше отриманого кредиту овернайт, та/або короткострокових кредитів, та/або довгострокових кредитів рефінансування під заставу пулу*, якщо КБ подав заявку на одержання кредиту овернайт та/або на участь у тендерних процедурах, проведення котрих припадає на строк погашення кредиту овернайт та/або кредитів рефінансування. *Кількість разів одержання КБ довгострокового кредиту на погашення раніше отриманих кредитів не обмежується.*

НБУ не задовольняє заявку КБ на одержання кредиту на погашення раніше отриманого *довгострокового кредиту рефінансування*, якщо КБ до визначеного часу не сплатив нараховані проценти за кредитами, що погашаються, та ту частину *довгострокового кредиту рефінансування*, котру він не має наміру погашати за рахунком коштів нового кредиту¹.

У прийнятій у 2018 р. *Стратегії монетарної політики НБУ*² передбачено довгострокове рефінансування до 5 років. Довгострокове рефінансування збільшує довгострокову ресурсну базу КБ і знижує їхні ризики, що певною мірою, поряд з іншими чинниками, здешевлює вартість кредитів для бізнесу і населення. Довгострокові кредити у 2007–2011 рр. надавалися НБУ лише в 2009–2010 рр. обсягом 1 млрд і 0,7 млрд грн, або 19,08 і 2,59 % загального обсягу операцій рефінансування відповідно. У 2012–2013 рр. довгострокові кредити рефінансування НБУ не надавалися. У 2014 р. порівняно з 2013 р. НБУ збільшив обсяг рефінансування КБ утричі – до 222,3 млрд грн. Обсяг рефінансування КБ у 2014 р. став найбільшим після 169,5 млрд грн у кризовому 2008 р. Якщо у 2008 р. лише 47,49 % кредитів рефінансування були короткостроковими, то в кризовому 2014 р. їхня частка зросла

¹ Про затвердження Змін до Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи : постанова правління Національного банку України від 17.12.2017 № 144. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_27122017_144.

² Стратегія монетарної політики Національного банку України : схв. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/NUZWnbuLoRPDcNM>

до 63,14%, а у 2015 р. сягала вже 80,19 %. Такі диспропорції в реалізації монетарної політики НБУ за структурою операцій рефінансування КБ у 2014–2015 рр. спричинили неефективне використання кредитного каналу трансмісійного механізму (Єгоричева, & Прасолова, 2017, с. 252). У 2014–2015 рр. НБУ для забезпечення ліквідності КБ витратив 132,9 млрд грн, що уможливило поліпшення стану вітчизняного ринку банківських послуг (Шульга, 2016).

Причому певна стабілізація грошового ринку у 2015 р. спричинила зниження рефінансування центробанком вітчизняних КБ у 6,7 раза й трансформувала його структуру, позаяк кошти не спрямовувалися на забезпечення їхньої ліквідності. Водночас, хоча обсяг стабілізаційних кредитів, що надавалися на термін до 2 років, скоротився, їхня частка підвищилася у 2,8 раза (Шульга, 2016). Водночас, не можна однозначно оцінити ефективність рефінансування / його вплив на функціонування КБ. Через рефінансування фактично здійснювалося кредитування Уряду.

Варто також урахувати, що рефінансування НБУ неплатоспроможних/недокапіталізованих КБ спричинило зростання його частки на початок II кв. 2016 р. до чверті в загальному обсязі рефінансування регулятора, що було більше частки рефінансування НБУ, наданого державним КБ. Тобто можна констатувати погіршення структури рефінансування, зростання частки прострочених і знецінених кредитів у кредитній масі на забезпечення ліквідності КБ до 80 % на початок 2016 р., у т. ч. кредитів, прострочених на 360 днів, до 12,9 % (Єгоричева, & Прасолова, 2017, с. 254).

У березні 2020 р. для збереження фінансової стабільності та підтримки економіки НБУ запровадив довгострокове (до п'яти років) рефінансування. На 30.06.2021 КБ залучили таких кредитів на 82,1 млрд грн¹, що певною мірою позитивно позначилося на забезпеченні ліквідності банківського сектору і фінансової стабільності в Україні й активізації зростання національної економіки. Утім, довгострокове рефінансування як елемент монетарного інструментарію регулятора не вплинуло стимулюючи на збільшення обсягів кредитування національного реального сектору.

У червні 2021 р. НБУ повідомив про плани поступового припинення використання застосовуваних монетарних інструментів протидії кризі, зокрема, довгострокового рефінансування, а в жовтні 2021 р. було припинено довгострокове рефінансування.

До недоліків чинної вітчизняної практики, а відтак, і політики НБУ щодо рефінансування КБ, на думку експертів, належать такі:

- а) система рефінансування є неефективною, позаяк орієнтована лише на гарантування ліквідності КБ і жодним чином не спрямована на забезпечення кредитними ресурсами реального сектору економіки, проявляється в інфляції і послабленні курсу національної валюти, а для підприємств – у нестачі грошових ресурсів (Lee, & Longe-Akindemowo, 1998);

¹ Національний банк поступово згортає антикризові монетарні заходи / Національний банк України. 2021. 30 черв. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-postupovo-zgortaye-antikrizovi-monetarni-zahodi>.

- б) стандартні операції з рефінансування КБ не передбачають реалізації певних кількісно вимірюваних цілей, що визначаються суспільними очікуваннями;
 - в) умови й параметри інструментарію довгострокового рефінансування НБУ спричиняють низьку мультиплікацію кредитів рефінансування у кредити реального сектору;
 - г) можливість одержання КБ рефінансування не зумовлюється ефективністю виконання ними функції фінансового посередництва, позаяк, за нормативною базою, для рефінансування КБ необхідна лише надійна застава;
 - д) вплив показників платоспроможності й достатності капіталу КБ України на якісну структуру кредитів рефінансування, наданих їм НБУ для підтримки ліквідності, не враховувався, що негативно позначалося на загальному рівні фінансової безпеки банківської системи (Єгоричева, & Прасолова, 2017, с. 255);
 - е) спрямування КБ рефінансування переважно на забезпечення ліквідності КБ; не на кредитування реального сектору національної економіки, а на купівлю державних цінних паперів / іноземної валюти (в межах валютної позиції).
- До *недоліків чинної системи рефінансування НБУ КБ*, на нашу думку, слід віднести те, що:
- а) висока інфляція спричиняє пасивний вплив ставки рефінансування як регулюючого інструменту (Бричка, 2020, с. 110), котра втратила роль базового інструменту регулювання процентних ставок ринку банківських послуг за збереження для нього сигнальної функції;
 - б) останнім часом процентний канал не продукує належної трансформації імпульсів у ціноутворенні фінансових ресурсів, про що свідчить істотна відмінність середньозваженої ставки рефінансування НБУ і ставок кредитного ринку. Це провокує завищення цін кредитних ресурсів КБ відносно динаміки кредитів рефінансування, спричинене нарощуванням кредитних ризиків КБ, котрі враховуються в ціні кредитів (Бричка, 2020, с. 135). При цьому ставка рефінансування ефективно впливає на рентабельність активів БС виключно тоді, коли співвідношення її та річної ставки за кредитами в національну економіку не більше 0,85. За перевищення останнім значення 1,0 згаданий вплив слід оцінювати як критично негативний, оскільки він знижує фінансову безпеку й спричиняє масову неплатоспроможність КБ. Водночас оптимальним є співвідношення в 0,4–0,5, що стимулюватиме внутрішній попит реального сектору національної економіки (Єгоричева, & Прасолова, 2017, с. 255);
 - в) відсутність критеріїв розподілу рефінансування між КБ та визначення обсягів таких кредитів, які отримують один/кілька КБ, спричиняє для НБУ істотні ризики (Шульга, 2016, с. 82);
 - г) між датою останнього траншу рефінансування КБ і введенням у них тимчасової адміністрації часто минав незначний проміжок часу (Бричка, 2020);
 - д) у загальному обсязі кредитів рефінансування домінують надкороткострокові кредити овернайт, що свідчить про спрямованість політики НБУ на регулювання миттєвої ліквідності КБ, а відтак, вказані кредити не можуть бути

джерелом довгострокових банківських ресурсів, що, у свою чергу, дестимулює економічне зростання;

- е) немає належного контролю за використанням КБ коштів рефінансування на відновлення ліквідності, отже, вони надходять на спекулятивні операції на валютному ринку, що впливає на девальвацію гривні й стимулює інфляцію.

Для вдосконалення рефінансування КБ як кредитору останньої інстанції НБУ слід (Шульга, 2016, с. 83–85):

- а) вимагати від акціонерів вітчизняних КБ відповідального ставлення до забезпечення їхніх ліквідності / достатності капіталу / високого рівня корпоративного управління;
- б) унормувати порядок розроблення й реалізації політики рефінансування НБУ щодо КБ, де мають бути висвітлені чіткі (з відповідним механізмом їхнього впровадження) тактичні (підтримка ліквідності КБ / збільшення грошової маси в обігу) й стратегічні (активізація кредитування КБ економічних агентів) цілі, конкретизовані необхідними для їхнього досягнення завданнями. Згадана політика повинна базуватися на сформульованих НБУ параметрах (надання кредитів рефінансування виключно платоспроможним КБ з огляду на індикатори Основних засад грошово-кредитної політики, наявність належної застави та встановлені цінові умови, базуючись на принципах рівнонапруження (недискримінаційність доступу КБ до кредитів рефінансування));
- в) забезпечити цільове використання наданих кредитів рефінансування (недопущення використання цих коштів на спекулятивні операції / незаконного виведення їх за межі країни);
- г) дотримуватися пріоритетності (першочерговість кредитування системно важливих КБ);
- д) враховувати селективність (надання пільг КБ, що кредитують стратегічні об'єкти національної економіки, експортоорієнтованих/імпортозамісних економічних агентів);
- е) розширити заставну лінійку, котра базуватиметься на обґрунтованості й своєчасності надання; прозорості (із застосуванням досконалої комунікативної політики НБУ і КБ); контрольованості (запровадження попереднього, поточного й наступного контролю за операціями рефінансування).

Ціноутворення довгострокового рефінансування має ґрунтуватися на обліковій ставці НБУ, що уможливить підвищення значущості процентного каналу монетарної трансмісії (Бричка, 2020, с. 192–193). Рефінансування має бути стратегічно орієнтованим і пріоритетно спрямовуватися на поповнення кредитних ресурсів саме тих КБ, що здійснюють інноваційно-інвестиційне фінансування економіки. Відтак, НБУ, на наш погляд, необхідно якнайшвидше запровадити чіткий і жорсткий контроль за механізмами рефінансування, підтримки та банкрутства КБ¹. Водночас політика рефінансування НБУ має передбачати як лібералізацію цього процесу за

¹ Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку. Київ : Заповіт, 2016. С. 1, 62.

допомогою збільшення застосовуваних інструментів / розширення застави, підвищення значущості різнопланових кредитних аукціонів, лімітування максимально-го обсягу рефінансування один чи два/“пов’язані” КБ, так і підвищення штрафних санкцій за нецільове використання рефінансованих коштів (Шульга, 2015).

Оптимальна реалізація НБУ ролі кредитора останньої інстанції можлива за умови встановлення чітких правил рефінансування КБ (забезпечення для них недискримінаційності, раціональної процентної політики й доступності обґрунтованого обсягу необхідних коштів). Причому забезпечення макроекономічної/фінансової стабільності в Україні можливе за врахування і синхронізації політики НБУ з довгострокового рефінансування КБ із наріжними напрямками грошово-кредитної політики й економічної/фінансової політики Уряду (Шульга, 2016, с. 84).

19.4. Діяльність Фонду розвитку підприємництва як фактор кредитної активності банків

В Україні не повною мірою вдалося реалізувати розгорнутий перелік пільг і допомоги бізнесу, як у країнах Східної та Західної Європи. Особливо помітним було відставання в методології механізму субсидій ставок та гарантій, оцінці ефекту програм, попри радикальний прогрес останніх років у роботі Фонду розвитку підприємництва.

Напередодні спалаху пандемії коронавірусу, у лютому 2020 р. Уряд вирішив запустити програму “Доступні кредити 5-7-9%” для підтримки МСП шляхом компенсації процентів за кредитами за відносно нормальних умов економіки. Фонд розвитку підприємництва (ФРП) є відповідальним за її реалізацію. ФРП працює за моделлю бізнесу “банк для банків”, коли безпосередньо відбирають позичальників і надають кредити установи-партнери (переважно банки). Вже на 1 квітня 2020 р. коло учасників Програми розширилося до 19 банків, у т. ч. 4 державних і 7 іноземних банків. Дрібні банки з місцевим приватним капіталом не поспішали долучатися до програми.

Визнання COVID-19 як пандемії в Україні призвело до запровадження заходів карантину. Ініціаторами модифікації Програми з урахуванням пандемії виступили Міністерства економіки, фінансів та ФРП. Уряд прийняв постанову¹, що змінила умови Програми. Зокрема, підвищено максимальний розмір кредиту до 2 млн грн; зроблено акцент на інвестиційних кредитах; змінено дисконти в розрахунку ставки за кредитами; підвищено поріг загальної суми відшкодування банкам збитків за гарантіями до 35 % гарантованого портфеля; підвищено допустимий рівень проблемних кредитів у портфелі позик стартапам до 25 %. Ці зміни не мали прямого стосунку до наслідків пандемії, а здебільшого покращували умови доступу до фінансування для бізнесу й можливості для банків отримувати додатковий гарантований прибуток.

Безпосередньо спрямовувалися на нейтралізацію згаданих наслідків антикризові інвестиційні кредити для виробників ліків та обладнання для лікування й оз-

¹ Про надання фінансової державної підтримки : постанова Кабінету Міністрів України від від 24.01.2020 № 28. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-%D0%BF#n8>.

доровлення. ФРП надав гарантію за кредитним портфелем прийнятних кредитів до 80 % суми основного боргу за окремим кредитом. Передбачалися особливі умови фінансування обігових коштів підприємств у сфері лікувальних послуг. Кредити могли бути використані для відшкодування відповідних видатків на персонал, оренду, якщо завдяки такому фінансуванню чисельність працівників буде збережено. Суб'єкти господарювання мали можливість отримати таку пільгу впродовж 6 місяців 2020 р., потім строк було продовжено на період дії карантину плюс 90 днів після його скасування.

Дуже спірним видається рішення встановити граничний розмір кредиту у 3 млн грн для виробництва лікарських засобів і до 1 млн грн для фінансування оборотного капіталу. Такі суми є вкрай незначними для середнього бізнесу, а малий бізнес традиційно не займався масштабним виробництвом ліків або медичного обладнання. Якщо припустити, що таке виробництво (фармацевтика) й існувало, то варто було зазначити призначення ліків саме для профілактики та лікування захворювання. Ефективною слід уважати субсидію для антикризових кредитів підприємствам на поповнення обігових коштів: у результаті позичальники сплачували лише 3 % річних за кредитом, а решту доплачували банкам з бюджету (не вище ставки UIRD + маржа).

У період пандемії малий бізнес зміг доволі оперативно налагодити виготовлення засобів гігієни (масок, одягу), але варто враховувати, що на таку продукцію був ажіотажний попит, і тому ці підприємства не мали таких проблем з обіговими коштами, як підприємства галузей, де бізнес було зупинено. Крім того, підтримка за рівнем пільг ставила середній бізнес у невигідне становище за ставкою кредиту.

За березень – вересень 2020 р. банки – учасники Програми надали антикризових кредитів за ставкою 3 % на 0,7 млрд грн, при тому що загальна сума профінансованих кредитів за Програмою дорівнювала близько 11 млрд грн¹.

Якщо в Україні на фінансову допомогу у формі компенсації процентної ставки могли розраховувати суб'єкти підприємництва з річними оборотами не більше 100 млн грн, то у Східній Європі ліміт був значно вищим – до 50 млн євро (2 млрд грн). Таким чином, Програма більше орієнтувалася на дрібнотоварне виробництво.

Цікавим рішенням у Програмі стала поява у квітні 2020 року опції рефінансування раніше виданих кредитів. Щоб бути прийнятним для позики на рефінансування суб'єкт підприємництва мав показати збереження не менше 60 % фонду заробітної плати і 80 % персоналу станом на 1 березня 2020 р. Підвищено прийнятний рівень продажів до 10 млн євро (еквівалент) на рік. Підприємства не могли мати прострочених боргів за кредитами і податками, зборами.

За Програмою антикризові кредити позичальники могли погашати з періодом кредитних канікул не більше 9 міс. Це дещо відрізнялося від європейської практики, коли позичальники отримали право на таку пільгу, а банки були зобов'язані

¹ За програмою “Доступні кредити 5-7-9%” бізнесу вже профінансовано 10,8 млрд грн / Міністерство розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України. 2020. 20 жовт. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/za-programoyu-dostupni-krediti-5-7-9-biznesu-vzhe-profinansovano-108-mlrd-grn>.

погодитися на відстрочення. Також у Європі пільговий період був тривалішим – до 12 міс., але й строк кредитів – від 5 років. В Україні не запроваджувалася опція припинення нарахування процентів на період карантину.

Позитивно, що за умовами Програми не допускалося кредитування малих підприємств, що входили до складу великих корпорацій. Для цього банки мули проводити ретельний аналіз на предмет виявлення ознак афілійованості.

Суттєвою вадою антикризових кредитів програми “Доступні кредити 5-7-9%” є те, що не було враховано галузеві й регіональні аспекти в масштабах пандемії. По-перше, кілька областей в Україні перебували в червоній зоні за рівнем захворювань і відповідних обмежень. Саме в них бізнес найбільше потерпав від цього. Тому для таких областей варто було реалізувати пільгові ставки та гранти на додаток до кредитів. По-друге, особливо постраждали від карантинів і поширення захворювання туризм, готельний бізнес, заклади харчування, освіта, пасажирські перевезення, спорт, відпочинок. Навпаки, фармацевтика отримала надприбутки через попит на ліки та захисні засоби.

Якщо звернутися до передового досвіду країн Східної Європи у розробленні антикризових програм, реалізованих саме через державні банки розвитку, то варто згадати досвід Польщі, Болгарії, Словаччини і Хорватії. Найцікавішим серед зазначених країн є досвід Польщі.

У квітні 2020 р. Польща прийняла нову схему підтримки компаній, яка фінансувалася фондами ЄС під спільним управлінням Європейського фонду регіонального розвитку та Європейського соціального фонду. Сума позики на фірму обмежувалася її потребами в ліквідності на найближчий час. Гарантії надавалися на кредити строком до 6 років. Допомога могла бути надана лише компаніям, котрі не перебували в скрутному становищі до пандемії, але значно постраждали від неї. За оцінками, близько 20 тис. компаній мали отримати вигоду від отримання кредитів і гарантій за схемою¹.

24 червня 2020 р. набув чинності Закон про субсидування процентів за банківськими кредитами, наданими суб'єктам, які постраждали від COVID-19, та спрощену процедуру погодження угод у зв'язку з COVID-19, яку зазвичай називають Антикризовим щитом 4.0 (Anti-Crisis Shield). Він передбачав, що Агентство промислового розвитку (ARP) отримує від уряду Польщі до 1,7 млрд злотих шляхом передачі нової емісії казначейських цінних паперів. Кошти, отримані ARP, передусім мали бути спрямовані на рефінансування договорів лізингу, укладених підприємствами, котрі були пов'язані насамперед із транспортом, та кредити на підтримку ліквідності, з пільговим періодом 15 місяців.

Прийнятною вважалася фірма, яка працює протягом трьох місяців до дати надання кредиту. Загальна сума доступних кредитів дорівнювала приблизно 9,6 млрд злотих, з яких до 8,7 млрд. злотих могли бути прощені державою². Також запрова-

¹ Poland: Government and institution measures in response to COVID-19 / KPMG. 2020. URL: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2020/04/poland-government-and-institution-measures-in-response-to-covid.html>.

² Ibid.

джувалися пільги в погашенні кредитів, наданих Банком розвитку Польщі (BGK) за кредитною програмою “Перший бізнес – підтримка стартапів”, у т. ч.: призупинення погашення основної суми та процентів на строк не більше 6 місяців, продовження пільгового періоду на додатковий період до 6 місяців, зниження ставки за кредитами до 0 % на строк не більше 12 місяців. Був можливим перегляд умов банківських кредитів усіма підприємцями. Отримати державні гранти також могли компанії, створені з 1 лютого по 1 квітня 2020 р. Загальна субсидія становила 565 млн злотих, що, згідно з оцінками, давало змогу отримати кредити на загальну суму 32 млрд злотих.

Ці кредити мали надавати банки, які уклали угоду з BGK. Проценти за кредитами мусив субсидувати BGK із Державного казначейства. У 2020 р. загальна сума, виділена останнім, становила 296 млрд. злотих, а у 2021 р. – понад 271 млрд злотих.

Для виконання Закону BGK створив Фонд субсидіювання процентів. Ці кредити були доступні для підприємств незалежно від їхнього розміру; однак розмір бізнесу визначав загальну суму підтримки. МСП отримував субсидію, яка дорівнювала частині процентів, належних банку, що відповідала 2 в. п., інші суб’єкти господарювання – 1 в. п.

Нові правила давали право позичальнику призупинити виплату кредиту на загальний термін 3 місяці, без нарахування процентів та інших комісій.

Фінансові ресурси Фонду реагування на COVID-19 складалися з коштів, які за погодженням з Єврокомісією могли розподілятися на підтримку виконання завдань щодо дій з протидії коронавірусу, внесків з державного бюджету, зокрема з бюджету європейських фондів, доходів від казначейських цінних паперів, коштів від облігацій, випущених BGK.

BGK виступав оператором Фонду, що означає виконання таких функцій: складання й уточнення річного фінансового плану Фонду, ведення рахунків Фонду, обслуговування надходжень/виплат за рахунок коштів Фонду, обслуговування заборгованості перед Фондом, складання звітності про виконання фінансового плану Фонду, забезпечення поточної ліквідності Фонду, випуск облігацій Фонду. Виплати з Фонду здійснювалися на підставі фінансового плану, погодженого міністром фінансів та затвердженого прем’єр-міністром.

Висновки до розділу 19

Запроваджені спеціальні програми рефінансування, передусім європейська TLTRO III, відіграли фундаментальну роль у продовженні кредитування фінансово-кредитними установами. За безпрецедентної невизначеності, створеної пандемією, перекалібрування TLTRO III мало на меті забезпечити продовження надходження кредитів до реальної економіки. За підсумками пандемії масштабні покупки активів та операції з рефінансування стали основними нетрадиційними інструментами для посилення експансіоністської позиції монетарної політики в кризових умовах.

У випадку ЄС абсолютна більшість банків-учасників досягли запланованих цілей щодо приросту чистого кредитування протягом періоду пандемії у 2020–2021 рр.

Банки найбільш розвинутих країн навіть перевищили поставлені цілі. Природно, схеми державних гарантій також сприяли кредитуванню, оскільки зменшили кредитний ризик, прийнятий банками. Водночас TLTRO III відіграла значну роль у зростанні резервів, які кредитні установи зберігають на своїх рахунках у національних банках. Однак цьому посприяли й інші фактори, зокрема програми купівлі активів ЄЦБ, які також безпосередньо вплинули на зміни надлишкової ліквідності.

Загалом TLTRO III не зробили істотного внеску в збільшення державних боргових зобов'язань або зменшення суми власних боргових зобов'язань, випущених кредитними установами. Перше, як видається, узгоджується з масштабною емісією державним сектором у відповідь на кризу. Щодо незначного зниження обсягу боргових зобов'язань, випущених банками, є й інші фактори, які могли відіграти певну роль, наприклад, істотне зростання депозитів або вища вартість випуску після появи COVID-19.

Відбувалося масштабне використання цільових та довгострокових операцій рефінансування для забезпечення дешевого фінансування банків, аби стимулювати їх кредитувати екологічне відновлення. Один із можливих способів, за допомогою якого НБУ може вплинути на вартість енергетичного переходу, – операції рефінансування, котрі завжди відкриті для банків на короткий термін.

Щоб стимулювати економічну активність, доцільно надати банкам можливість позичати за привабливішими ставками, за умови, що вони мають портфель ESG-кредитів. Вдалий досвід використання TLTRO підтверджує потенціал цільових та довгострокових операцій рефінансування як важливого перспективного інструменту монетарної політики в найближчому майбутньому. Одну з вагомих перспектив втілює екологічний напрям. Екологічні цільові операції рефінансування можуть збалансувати застосовуваний невибірковий підхід до кредитування підприємств з інтенсивними викидами вуглецю.

Аналіз угорського досвіду показав, що пандемія зумовила використання нетрадиційних інструментів стимулювання кредитної активності. Як і ЄЦБ, MNB оперативні й неодноразово модифікував чинні програми. Характерно, що під час пандемії ЦБ однаково відповідально ставились до контролю інфляції і використання монетарних інструментів для збереження зайнятості та приросту ВВП.

Заслуговує на використання НБУ, на наш погляд, механізм зниження процентних ставок (дисконту) для тих банків – учасників схем рефінансування, котрі забезпечують принаймні нульовий приріст кредитних портфелів. На жаль, НБУ відмовився від кредитування під заставу вимог банків за кредитами, і обмеження переліку прийнятного забезпечення державними облігаціями значно знижує попит на ресурси для кредитування реального сектору, водночас стимулюючи спекулятивний попит з боку банків (для вкладення коштів у депозитні сертифікати НБУ).

Програми ЄЦБ та MNB допомогли досягненню двох цілей – стабілізація і зростання кредитних портфелів банків та збереження низьких процентних ставок. При цьому в Угорщині ЦБ застосовував явно “неринкові підходи”, пропонуючи безпроцентні кредити банкам та обмежуючи їхню процентну маржу допустимим

рівнем ставок за кредитами кінцевим позичальникам. Досвід цієї країни особливо цікавий тим, що вона проводить доволі незалежну політику в забезпеченні макроекономічної і фінансової стабільності – як член ЄС, але з національною валютою.

Доцільно заздалегідь розробити програму довгострокового цільового рефінансування комерційних банків на випадок системних шоків як складові пакета державних заходів стимулювання економіки. Такі програми могла б ініціювати Рада з фінансової стабільності, оскільки на такому рівні в країні забезпечується координація монетарної та фіскальної політик.

Політика довгострокового рефінансування НБУ, на нашу думку, повинна:

- а) не обмежуватися лише питаннями монетарної політики без урахування проблем та інтересів економічних агентів реального сектору економіки;
- б) передбачати зміну парадигми взаємовідносин НБУ і КБ з централізованого й селективного кредитування останніх до ринкового партнерства, закладеного в системах рефінансування провідних світових ЦБ;
- в) базуватися на постійному механізмі рефінансування й механізмі рефінансування у надзвичайних ситуаціях;
- г) розбудовувати систему управління проблемною заборгованістю КБ шляхом створення фонду рефінансування, орієнтованого на поновлюваний викуп такої заборгованості;
- д) базуватися на ефективній системі опитувань щодо ділової й інвестиційної активності, аналізу в НБУ економічної кон'юнктури і фінансового стану суб'єктів господарювання реального сектору, що уможливорює оперативне отримання об'єктивних оцінок найважливіших тенденцій у національній економіці в галузевому та регіональному розрізах, прогнозування їхньої зміни.

НБУ доцільно розглянути питання про запровадження в рамках довгострокового рефінансування до 3 років програм: підтримки експортоорієнтованих галузей вітчизняного господарського комплексу, фінансування інвестиційних проектів, МСП; стимулювання окремих сегментів кредитного ринку.

За результатами дослідження слід визнати помітний прогрес України у запровадженні програм пільгового кредитування МСП в умовах надзвичайних ситуацій. Випробування на стійкість коронавірусом дало змогу краще українським банкам підготуватися до нових стресів. Разом із тим механізми визначення прийнятних позичальників та субсидій процентної ставки потребують удосконалення та перегляду з урахуванням очікуваних і фактичних результатів у плані ефекту для розвитку реального сектору економіки.

Поєднання фінансових інструментів (субсидій, пільгових ставок і гарантій) може бути дібрано з урахуванням національної специфіки, а також подальшої зміни статусу ФРП. У багатьох країнах запровадження нових кредитних програм було компонентом законів, а не рішень урядів. У цілому реалізовані програми досягли своєї мети – підтримання рівня кредитування бізнесу в умовах стресів. Модифікація та розроблення програм мають ураховувати загальну стратегію Уряду та припускати складання “резервних” програм, котрі запускаються уповноваженим держав-

ним органом у разі визнання кризового стану системи. Для таких програм бажано заздалегідь визначити джерела ресурсів. Це дає змогу виграти час для адаптації програм до конкретних обставин.

Зазвичай державні програми пільгового фінансування мають реалізовуватися національними установами розвитку (як агентами уряду), доповнювати стандартне кредитування банками (принцип додатковості), долаючи “провали ринку”. Результатом буде подолання галузевих, регіональних диспропорцій та розширення доступу до фінансів тих суб’єктів господарювання, котрі представляють найменш привабливий сегмент для комерційних кредитних установ.

ОЦІНОЧНІ ПОКАЗНИКИ ДЛЯ НАДАННЯ ДЕРЖАВНОЇ ФІНАНСОВОЇ ПІДТРИМКИ ПІДПРИЄМСТВАМ В УМОВАХ ПАНДЕМІЇ COVID-19

Надання державної допомоги має базуватися на об'єктивній оцінці стану економічної активності підприємств в особливих умовах, спричинених пандемією COVID-19, воєнним станом. У дослідженні проведено критичний аналіз чинної нормативно-правової бази надання державної допомоги підприємствам; висвітлено міжнародний досвід у сфері розбудови інфраструктури підтримки суб'єктів господарювання в контексті подолання наслідків надзвичайних подій; обґрунтовано внесення доповнень до переліку оціночних показників, на основі яких визначається допустимість державної допомоги.

Нами доведено, що критерії надання державної фінансової допомоги підприємствам виступають інструментом забезпечення якісної оцінки прийняття відповідних рішень. На основі проведеного аналізу законодавчих норм визначено, що у вітчизняній практиці існує низка прогалин, пов'язаних із забезпеченням транспарентності процесу надання державної допомоги підприємствам. Одним із інструментів посилення підзвітності прийняття рішень у цій сфері є розроблення документа роз'яснювального характеру, який містить порядок та особливості оцінки доцільності державної допомоги. Для вирішення окреслених проблем та в рамках завдань, поставлених перед дослідженням, розроблено проект Порядку проведення оцінки допустимості державної допомоги.

20.1. Критерії надання державної допомоги підприємствам в Україні

У відповідь на зовнішні складні несприятливі виклики, якими у 2020 р. виступила безпрецедентна пандемія вірусної хвороби COVID-19, уряди країн світу вдавалися до вжиття різноманітних заходів для надання допомоги суб'єктам господарювання.

За твердженням Дж. Стігліца державне регулювання економіки, яке реалізується через діяльність державних органів, спрямовано на сприяння ефективному функціонуванню економіки в умовах недостатньо ефектив-

ного вирішення засобами ринкового механізму завдань розподілу виробничих або споживчих благ (Stiglitz, 2000). Отже, ефективне та результативне подолання державою викликів, спричинених наслідками подолання пандемії COVID-19, значною мірою залежало від застосування сукупності чинників, які націлені не тільки на стимулювання суб'єктів господарювання до раціональної економічної активності, а й використання засобів державної допомоги.

Пошук нових пізнавальних перспектив задля визначення оціночних показників звітності підприємств, на основі яких можуть бути ухвалені рішення про надання державної фінансової допомоги підприємствам для підтримки їхньої економічної активності під час пандемії COVID-19, зумовлює: необхідність критично оцінити понятійний апарат щодо сутності державної допомоги та критеріїв її надання; обґрунтування відповідних оціночних показників; ідентифікацію інформації, що характеризує вплив пандемії COVID-19 на діяльність підприємств; розроблення методичного забезпечення розкриття підприємствами показників, які відображають вплив невизначеності на їхню діяльність.

Як джерело оцінки допустимості державної допомоги застосовується звітність суб'єктів господарювання, найважливіша складова якої – фінансова звітність та дані поточного бухгалтерського обліку. Водночас інформаційне забезпечення оцінки критеріїв надання державної допомоги підприємствам, визначених згідно з нормами національного законодавства, не враховують повною мірою особливостей розкриття відповідної інформації у фінансових звітах, складених за МСФЗ.

Різноманітні аспекти обліку та розкриття інформації про допомогу з боку держави регулюються низкою МСФЗ¹. Такою допомогою визнаються заходи щодо надання економічних пільг для суб'єкта господарювання (одного або групи) за умови відповідності їх певним критеріям (МСБО 20)². Водночас у міжнародних стандартах бухгалтерського обліку та звітності прийнято відрізняти державну допомогу від інших форм підтримки бізнесу, зокрема грантів³.

МСБО 20 визнає, що державна допомога може мати різноманітні форми, які мають відмінності за характером та умовами її надання. Головне, що відрізняє державну допомогу, – мета з боку держави у заохоченні підприємств здійснити певні заходи, які без її отримання не вживалися. Визнання державної допомоги допустимою, згідно із Законом України “Про державну допомогу суб'єктам господарювання” від 01.07.2014 № 1555-VII (далі – Закон № 1555-VII)⁴, відбувається за умови, що вона надається для визначених цілей, та є засобом стимулювання суб'єктів господарювання працювати в певних регіонах та галузях; проводити професійну

¹ МСБО (IAS) 20 “Облік державних грантів і розкриття інформації про державну допомогу”, МСБО (IAS) 12 “Податки на прибуток”; МСФЗ (IFRS) 10 “Консолідована фінансова звітність”, МСФЗ (IFRS) 15 “Дохід від договорів з клієнтами”, МСФЗ (IFRS) 9 “Фінансові інструменти”.

² МСБО 20 “Облік державних грантів і розкриття інформації про державну допомогу”. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_041#Text

³ Там само.

⁴ Про державну допомогу суб'єктам господарювання : закон України від 01.07.2014 № 1555-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1555-18#Text>.

підготовку працівників; працевлаштовувати окремі категорії працівників; створювати нові робочі місця; захищати навколишнє природне середовище; здійснювати наукові дослідження та інновації; долати наслідки пандемії COVID-19.

Таким чином, відповідно до МСФЗ/МСБО державна допомога включає такі її види: державні гранти, податкові пільги, державне кредитування (табл. 20.1).

Таблиця 20.1

**Методологія розкриття інформації
про державну допомогу відповідно до МСБО/МСФЗ**

Вид державної допомоги	МСБО/МСФЗ	Особливості розкриття
Державні гранти	МСБО 20 “Облік державних грантів і розкриття інформації про державну допомогу”	Для ведення обліку державних грантів підприємства, що застосовують МСФЗ, використовують МСБО 20. Державні гранти визнаються лише за умови відповідності підприємства критеріям (можливість дотримання умов отримання грантів)
Пільги з податку на прибуток підприємств	МСБО 12 “Податки на прибуток”	Податкові пільги з податку на прибуток підприємств з боку держави обліковуються відповідно до норм МСБО 12
Кредити, одержані від уряду	МСБО 20 “Облік державних грантів і розкриття інформації про державну допомогу” МСФЗ 9 “Фінансові інструменти”	Вигоди, отримані підприємством у рамках одержання кредитів, забезпечених державою, обліковуються згідно з: МСБО 20 (у частині відображення в обліку доходів від процентів); МСФЗ 9 (для обліку одержаних кредитів)

Складено за: IAS 20 “Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance”. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-20-accounting-for-government-grants-and-disclosure-of-government-assistance.pdf>; IAS 12 “Income Taxes”. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-12-income-taxes.pdf>; IAS 20 “Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance”. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-20-accounting-for-government-grants-and-disclosure-of-government-assistance.pdf>; IFRS 9 “Financial Instruments”. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ifrs-9-financial-instruments.pdf?bypass=on>.

В Україні Законом № 1555-VII на законодавчому рівні було врегульовано поняття “державна допомога”. Це трактування містить наведену неоднозначність, адже допомогою визнається підтримка уряду за рахунок місцевих або державних ресурсів, що надається у будь-якій формі суб’єктам господарювання. При цьому така підтримка сприяє порушенням економічної конкуренції через створення переваг для виробництва окремих видів товарів чи провадження окремих видів господарської діяльності. Детальнішу оцінку закону представлено у подальшому дослідженні.

На відміну від МСБО/МСФЗ Законом № 1555-VII визначено 9 основних форм реалізації державної допомоги. Відмінність у класифікації видів підтримки підприємств може спричинити інформаційну асиметрію при проведенні подальших

заходів з оцінки ефективності використання підприємством виділених у рамках державної програми допомоги коштів. Разом із тим необхідність компенсації втрат підприємств, котрі виникли внаслідок подолання впливу пандемії, що вимагало з боку держави застосування системних заходів допомоги, є допустимою згідно з вимогами національного законодавства та відповідає меті надання державної допомоги за МСБО 20.

Закон № 1555-VII (ст. 4, 6) містить перелік форм та цілей державної допомоги, критерії оцінки її допустимості (рис. 20.1). Відображення в обліку форм державної допомоги значно різняться, що впливає на формування інформаційного підґрунтя її надання, про що йтиметься далі.

У контексті аналізу понятійного апарату слід підкреслити, що Законом № 1555-VII (ст. 6) врегульовано визнання державної допомоги допустимою за умови відповідності її визначеним цілям.

Важливим аспектом для ухвалення рішень про надання державної допомоги є розуміння трактування взаємопов'язаних понять “критерій” та “показник”. Етимологія походження поняття “критерій” пов'язане з грец. κρίνω (розділяю, розрізняю). Філософське тлумачення полягає в розумінні його як “мірила поля істинності, вірогідності людських знань, їх відповідності об'єктивній дійсності”¹. Найчастіше поняття “критерій” трактується як “підстава для оцінки, визначення або класифікації чогось; мірило”, “ознака, на підставі якої дається оцінка якого-небудь явища, дії; ознака, взята за основу класифікації”². Отже критерії застосовуються до об'єктів або процесів та виступають підставою, мірилом, засобом вибору або вимірювання альтернатив. У нашому дослідженні об'єктом виступає процес оцінювання допустимості державної допомоги. З урахуванням поширених підходів до розуміння згаданого поняття під *критеріями оцінки допустимості державної допомоги* маються на увазі загальні підстави та конкретні засоби відбору суб'єктів господарювання, яким є допустиме надання такої допомоги.

Поняття “критерій” реалізується через “показники” – конкретні вимірники характерних властивостей об'єкта або процесу. Саме показники (індикатори) дають змогу здійснювати вимірювання, планування, оцінку, облік та контроль досягнення критеріїв. Залежності від критерія йому можуть бути притаманні різноманітні показники, котрі відповідають головним властивостям об'єкта або процесу, до якого вони застосовуються.

В Україні система впровадження критеріїв надання державної фінансової допомоги та їх використання перебуває в активній стадії нормативного впорядкування та реалізації на практиці.

Критерії надання державної фінансової допомоги підприємствам постають інструментом якісного оцінювання прийняття відповідних рішень. У цілому застосування критеріїв сприяє ефективності використання державних коштів; забезпечує

¹ Словник української мови: в 11 т. Київ, 1973. С. 349.

² Професійна освіта: Словник: / Уклад. С. У. Гончаренко та ін.; за ред Н. Г. Ничкало. Київ : Вища школа, 2000. С.149.

ФОРМИ НАДАННЯ ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
1) Надання субсидій та грантів; 2) надання дотацій; 3) надання податкових пільг, відстрочення або розстрочення сплати податків, зборів чи інших обов'язкових платежів; 4) списання боргів, включно із заборгованістю за надані державні послуги, списання штрафних санкцій, компенсація збитків суб'єктам господарювання; 5) надання гарантій, кредитів на пільгових умовах, обслуговування кредитів за пільговими тарифами; 6) зменшення фінансових зобов'язань суб'єктів господарювання перед фондами загально-обов'язкового державного соціального страхування; 7) надання, прямо чи опосередковано, суб'єктам господарювання товарів чи послуг за цінами нижче ринкових або придбання товарів чи послуг суб'єктів господарювання за цінами, вище ринкових; 8) продаж державного майна за цінами, нижче ринкових; 9) збільшення державної частки в статутному капіталі суб'єктів господарювання або збільшення вартості державної частки на умовах, неприйнятних для приватних інвесторів
ЦІЛІ ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
1) Сприяння соціально-економічному розвитку регіонів, рівень життя в яких є низьким або рівень безробіття є високим; 2) виконання загальнодержавних програм розвитку або розв'язання соціальних та економічних проблем загальнонаціонального характеру; 3) сприяння окремим видам господарської діяльності або окремим економічним сферам, або суб'єктам господарювання в окремих економічних зонах, за умови, що це не суперечить міжнародним договорам України, згода на обов'язковість яких надана Верховною Радою України; 4) підтримки культури, креативних індустрій, туризму та збереження культурної спадщини, якщо вплив такої державної допомоги на конкуренцію є неістотним
КРИТЕРІЇ ОЦІНКИ ДОПУСТИМОСТІ ДЕРЖАВНОЇ ДОПОМОГИ
1) Допомога для забезпечення розвитку регіонів; 2) підтримка середнього та малого підприємництва; 3) допомога на професійну підготовку працівників; 4) допомога на працевлаштування окремих категорій працівників та створення нових робочих місць; 5) допомога на відновлення платоспроможності та реструктуризацію суб'єктів господарювання; 6) допомога на захист навколишнього природного середовища; 7) допомога на проведення наукових досліджень, технічний розвиток та інноваційну діяльність; допомога на підтримку окремих галузей економіки; 8) допомога на подолання наслідків, спричинених особливо небезпечними інфекційними хворобами, під час дії карантину, встановленого Кабінетом Міністрів України

**Рис. 20.1. Форми, цілі та критерії оцінки допустимості державної допомоги
відповідно до Закону № 1555-VII**

П о б у д о в а н о за: Про державну допомогу суб'єктам господарювання : Закон України від 01.07.2014 № 1555-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1555-18#Text>.

можливість отримання надавачами державної фінансової допомоги інформації для ухвалення рішень; створює передумови зростання відповідальності органів влади перед громадськістю; формує підґрунтя для оцінки результатів і здійснення контролю використання державних коштів. Крім іншого, вони опосередковано є інструментом ефективної взаємодії органів публічної влади із суспільством. Адже такі критерії не тільки показують напрями та обсяги використання державних коштів, а й відображають результативність і ефективність роботи органів влади. Тим самим через дотримання критеріїв надання державної фінансової допомоги уможливується реалізація громадськістю права контролю за діяльністю влади.

Таким чином, критерій за змістом – якісна ознака, що визначає сутність умов, обмежень та потребує вимірювання через кількісні показники. Вибір критеріїв підпорядкований вимогам, котрі висуваються для ухвалення рішення про надання державної фінансової допомоги підприємствам. Ці вимоги містяться в національному законодавстві.

Нормативно-правові акти у сфері надання державної допомоги підприємствам України можна згрупувати за такими напрямками:

- загальні засади реалізації державної допомоги та здійснення контролю за доцільністю її виділення;
- регулювання надання державних пільг суб'єктам господарювання;
- регулювання надання фінансування, спрямованого на підтримку діяльності підприємств;
- визначення порядку надання грантів суб'єктам господарювання (рис. 20.2).

Окрему групу національних нормативних документів утворюють постанови Кабінету Міністрів України, якими визначаються критерії оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання (рис. 20.3).

Отже, нині в Україні сформовано методологічні засади надання державної допомоги, у т. ч. в особливих умовах, зокрема на законодавчому рівні закріплено понятійно-термінологічний апарат (“державна допомога суб'єктам господарювання”, “моніторинг державної допомоги”; “надавачі державної допомоги” та ін.); визначено основні форми державної допомоги (див. рис. 20.1); окреслено характеристики та критерії її допустимості.

Утім, наразі ще остаточно не сформовані методичні положення щодо оцінки допустимості державної допомоги, зокрема в частині показників, які характеризують критерії, та процедур їх оцінювання. З метою розуміння спрямованості й рівня запровадження методичного забезпечення розглянемо детальніше стан виконання державних програм допомоги та інформацію про основних її надавачів. Законодавчі документи та нормативно-правові акти не містять чіткого механізму та правил надання державної допомоги суб'єктам господарювання, що є суттєвим недоліком для забезпечення доступності, відкритості та прозорості цього процесу. Аналіз норм права, коментарів та роз'яснень Антимонопольного комітету України (АМКУ) дають змогу сформулювати порядок надання державної допомоги суб'єктам господарювання (рис. 20.4).

НОРМАТИВНО-ПРАВОВІ АКТИ

СФЕРА

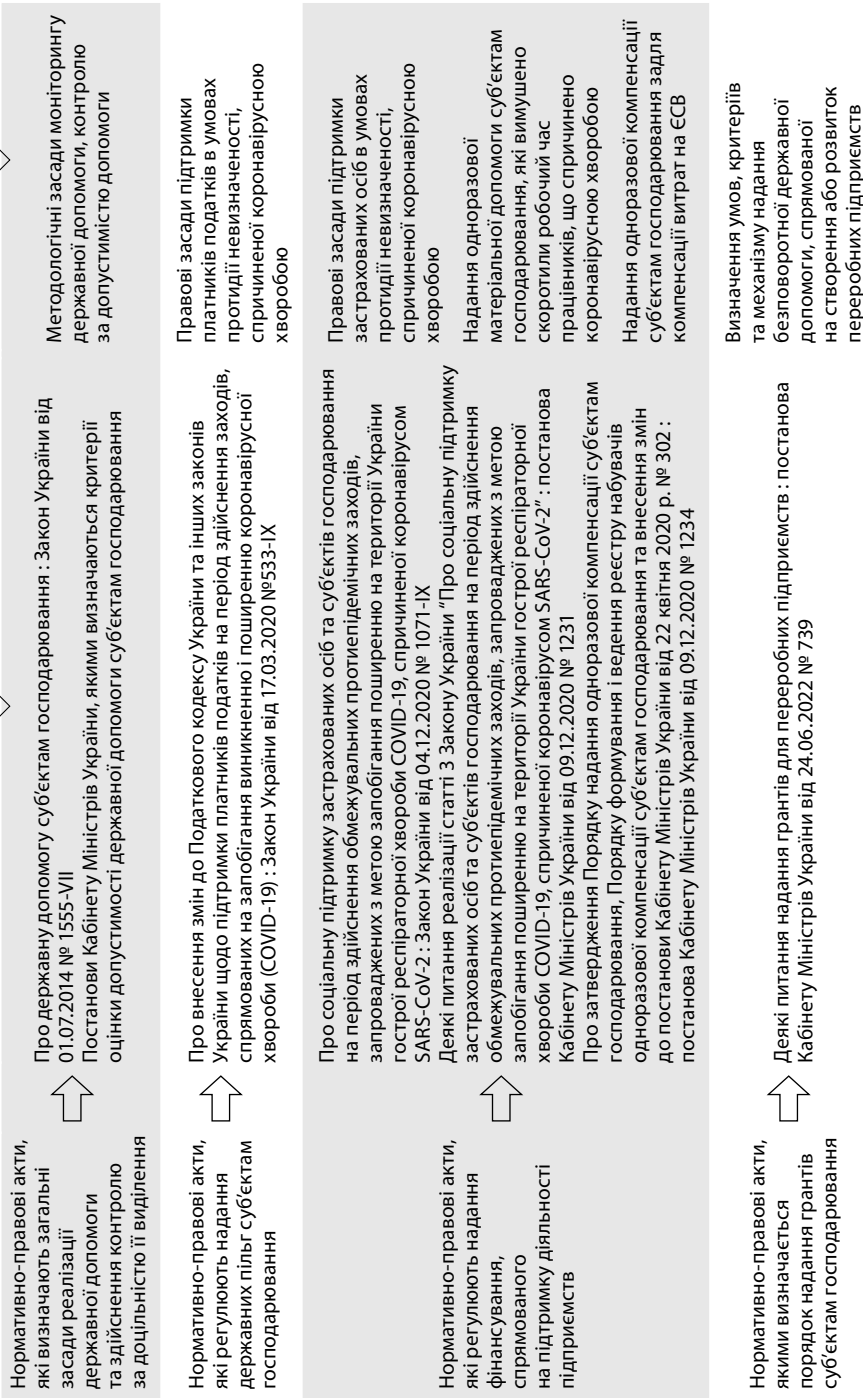


Рис. 20.2. Нормативно-правові акти у сфері надання державної допомоги підприємствам України

Побудовано авторами.

ЗМЕНШЕННЯ ВПЛИВУ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ НА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ (ЕКОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ, СОЦІАЛЬНІ АСПЕКТИ, ПАНДЕМІЯ COVID-19 ТОЩО)

- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання у вугільній галузі : постанова Кабінету Міністрів України від 13.01.2021 № 38
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на охорону навколишнього природного середовища : постанова Кабінету Міністрів України від 11.10.2021 р. № 1060
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19 : постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на професійну підготовку працівників : постанова Кабінету Міністрів України від 11.01.2018 № 11
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на працевлаштування окремих категорій працівників та створення нових робочих місць : постанова Кабінету Міністрів України від 31.01. 2018 № 33
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги на відновлення платоспроможності та реструктуризацію суб'єктів господарювання : постанова Кабінету Міністрів України від 31.01.2018 № 36
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на проведення наукових досліджень, технічний розвиток та інноваційну діяльність : постанова Кабінету Міністрів України від 07.02.2018 № 118
- Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів : постанова Правління Національного банку України від 26.03.2020 № 39

ПІДТРИМКА ПІДПРИЄМСТВ РІЗНИХ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВИХ ФОРМ, ГАЛУЗЕЙ ДІЯЛЬНОСТІ

- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання для підтримки культури та збереження культурної спадщини : постанова Кабінету Міністрів України від 20.01.2023 р. № 52
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання для забезпечення розвитку регіонів та для підтримки середнього та малого підприємництва : постанова Кабінету Міністрів України від 18.04.2023 № 348
- Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на надання послуг із створення та/або добору, організації та поширення масової інформації, які є послугами, що становлять загальний економічний інтерес : постанова Кабінету Міністрів України від 11.07.2023 № 704

Рис. 20.3. Нормативні документи, якими затверджено критерії оцінки допустимості державної допомоги підприємствам

Побудовано авторами.

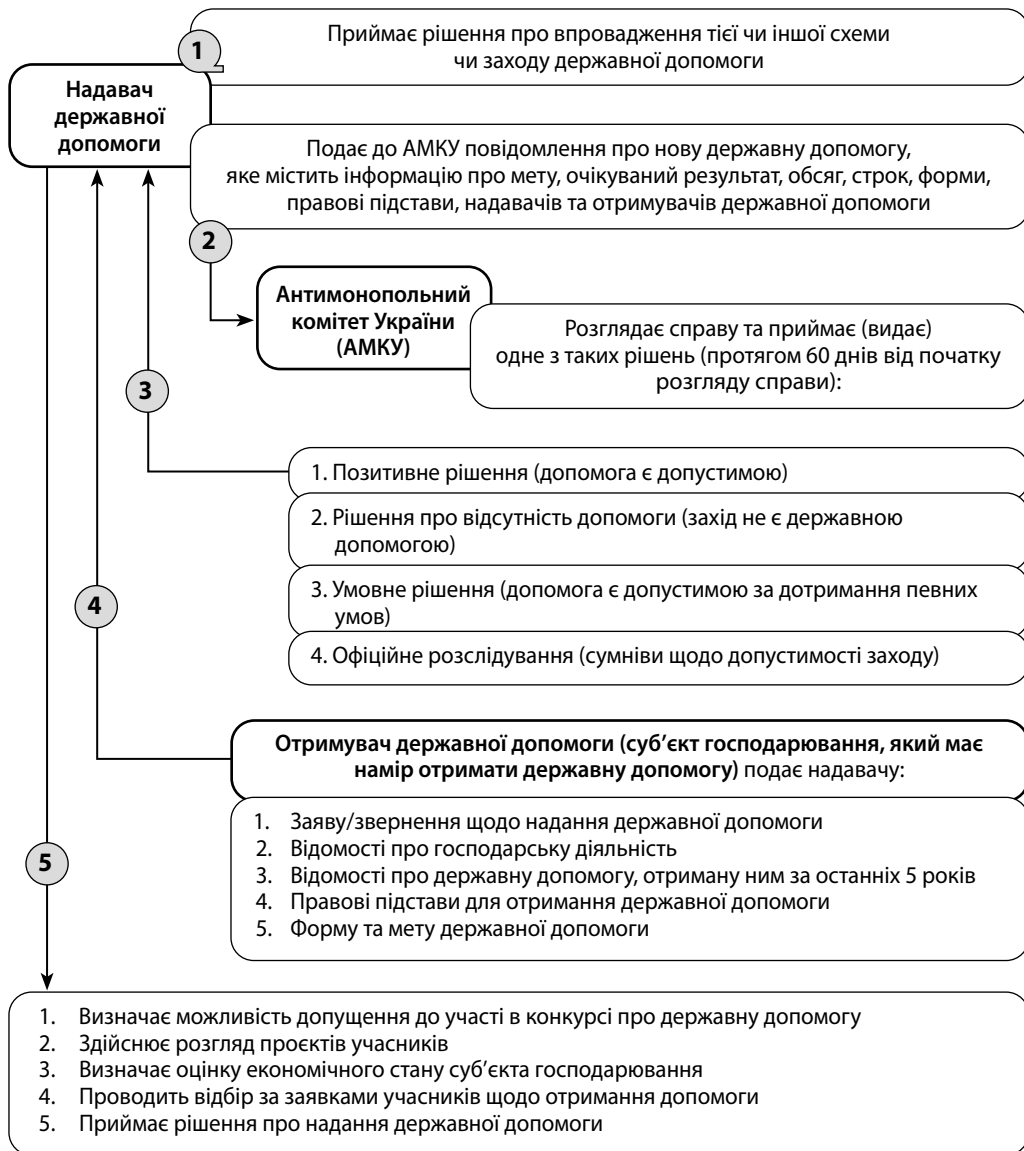


Рис. 20.4. Порядок надання державної допомоги суб'єктам господарювання

Побудовано за: Про державну допомогу суб'єктам господарювання : Закон України від 01.07.2014 № 1555-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1555-18#Text>; Про затвердження Порядку подання та оформлення повідомлень про нову державну допомогу та про внесення змін до умов чинної державної допомоги : розпорядження Антимонопольного комітету України від 04.03.2016 № 2-рп. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0501-16#Text>; Процедурні правила / Портал державної допомоги. URL: <http://pdd.amc.gov.ua/portal/main/instruction/detail?instructionId=66>.

Як бачимо з рис. 20.4, рішення щодо запровадження надання державної допомоги приймають її надавачі, котрі формують та реалізують державну політику у відповідних сферах (органи влади, ОМС, органи адміністративно-господарського управління та контролю, а також юридичні особи, що діють від їх імені, уповноважені розпоряджатися державними чи місцевими ресурсами).

Державна допомога суб'єктам господарювання може надаватися лише після розгляду повідомлення про нову державну допомогу та прийняття АМКУ відповідного рішення.

Конкретний порядок дій суб'єкта господарювання для отримання державної допомоги, а також вимоги до відомостей про господарську діяльність визначаються та встановлюються відповідними надавачами державної допомоги з урахуванням правил подання й оформлення повідомлень про нову державну допомогу (п. 10. ст. 9 № 1555-VII). Наприклад, для отримання державної допомоги на професійну підготовку працівників або працевлаштування окремих категорій працівників суб'єкт господарювання повинен звертатися до Міністерства соціальної політики України, Державної служби зайнятості, Фонду соціального захисту інвалідів чи будь якого іншого органу в сфері соціальної політики; надання державної допомоги на наукові дослідження належить до компетенції Міністерства освіти і науки України тощо залежно від функцій, які покладено на відповідний орган влади.

Упродовж 2021 р. АМКУ прийнято 178 рішень про надання державної допомоги (рис. 20.5). З рис. 20.5 випливає, що динаміка ухвалення рішень надавачами державної допомоги є спадною. Цей факт пояснюється зменшенням загальної кількості отриманих повідомлень про нову державну допомогу та числа повідомлень про нову державну допомогу, за результатами розгляду котрих державну підтримку суб'єктам господарювання визнано такою, що не є державною допомогою відповідно до законодавства.

У табл. 20.2 наведено інформацію про кількість прийнятих рішень за надавачами державної допомоги, які стосувалися повідомлень про державну допомогу центральних органів виконавчої влади, органів місцевої влади, інших державних установ.

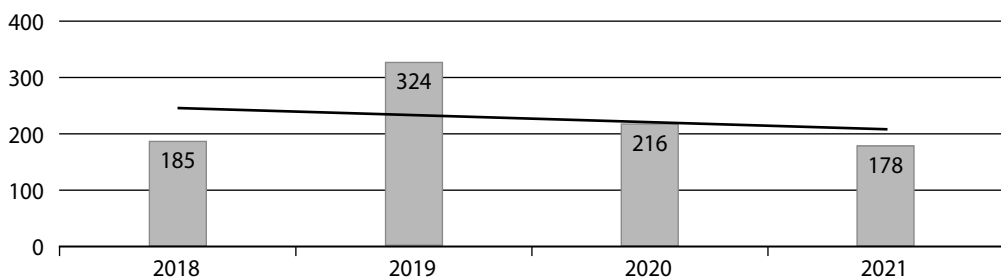


Рис. 20.5. Динаміка прийняття позитивних рішень надавачами державної допомоги, од.

Побудовано за: Річні звіти про надання державної допомоги за 2017–2022 роки / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi>.

Таблиця 20.2

Динаміка прийнятих рішень за надавачами державної допомоги у 2018–2021 рр.

Надавачі підтримки / державної допомоги	2018	2019	2020	2021
Органи місцевого самоврядування	170	273	166	150
Органи виконавчої влади	10	28	26	9
Центральні органи виконавчої влади	–	15	23	18
Державна установа	–	6	–	–
Державне управління справами	5	1	1	1
Державний орган у системі правосуддя	–	1	–	–
Всього	185	324	216	178

Складено за: Річні звіти про надання державної допомоги за 2017–2022 роки / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi>.

Згідно з даними табл. 20.2, основні надавачі державної допомоги – органи місцевого самоврядування. Із загальної кількості рішень, прийнятих АМКУ у 2021 р., частка тих, які стосувалися надання державної допомоги ОМС, становила 84 % (150 рішень зі 178). У 2020 р. вона дорівнювала 77 %, у 2019 р. – 84, а у 2018 р. – 92 %. При цьому державна допомога у 2020 р. спрямовувалася на такі цілі (рис. 20.6):

- виконання загальнодержавних програм розвитку;
- сприяння суб'єктам господарювання в окремих економічних сферах (зонах);
- сприяння певним видам господарської діяльності;
- розв'язання соціальних та економічних проблем загальнонаціонального характеру;
- підтримка та збереження національної культурної спадщини;
- сприяння соціально-економічному розвитку регіонів;
- інше.

Як бачимо з рис. 20.6 найбільша частка бюджетних коштів припала на реалізацію загальнодержавних програм розвитку (54 %). Разом із тим наявна публічна інформація щодо надавачів державної допомоги є неповною, зокрема, сума допомоги, оприлюднена АМКУ за 2020 р., не збігається з інформацією, самих надавачів (табл. 20.3).

Причому, попри внесення до переліку критеріїв надання державної допомоги пандемії коронавірусної хвороби, інформація щодо виділених коштів на підтримку діяльності підприємств в умовах COVID-19 не містилася в офіційних джерелах. З огляду на те, що основними джерелами фінансування нових програм державної допомоги здебільшого виступають державні кошти (державного бюджету, місцевих бюджетів, інші джерела), у цьому випадку простежується порушення принципу публічності та прозорості, визначеного в бюджетному законодавстві України (п. 10 ч. 1 ст.7 БКУ) (рис. 20.7).

Частка збільшення залучення державних ресурсів у 2020 р. пов'язана із запровадженням та наданням допомоги суб'єктам господарювання через упровадження обмежувальних протиепідемічних заходів для подолання наслідків, спричинених

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

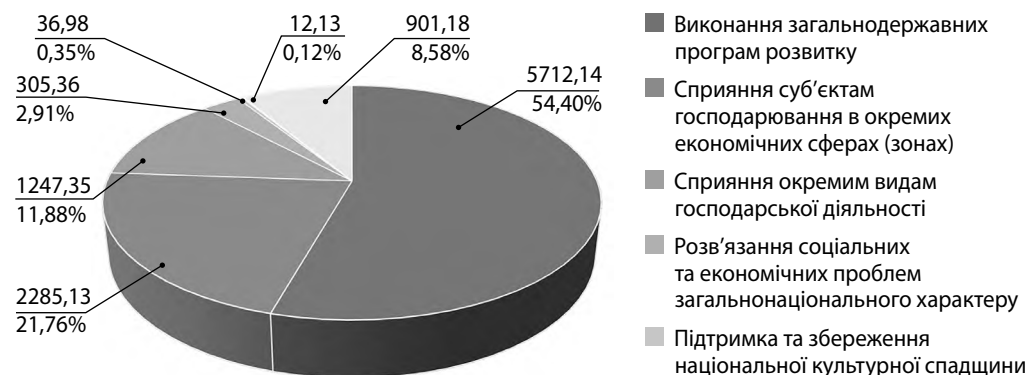


Рис. 20.6. Структурний розподіл державної допомоги у розрізі її мети (цілі) у 2020 р., млн грн

Побудовано за: Річний звіт про надання державної допомоги суб'єктам господарювання в Україні за 2020 рік / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi/2020>.

Таблиця 20.3

Державна допомога в розрізі категорії (напрямів) надання державної допомоги, млн грн

Категорії надання державної допомоги	Сума
Допомога на підтримку окремих галузей економіки	63,68
Підтримка МСП	48,83
Допомога для забезпечення розвитку регіонів	46,86
Допомога на відновлення платоспроможності та реструктуризацію суб'єктів господарювання	18,71
Допомога на працевлаштування окремих категорій працівників та створення нових робочих місць	1,50
Допомога на захист навколишнього природного середовища	0,55
Інше	139,17
Всього	319,30

Складено за: Річний звіт про надання державної допомоги суб'єктам господарювання в Україні за 2020 рік / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi/2020>.

коронавірусною хворобою COVID-19. Інформацію від надавачів державної допомоги щодо наданої допомоги за джерелами фінансування наведена на рис. 20.8.

За наданими надавачами державної допомоги АМКУ відомостями, державна допомога у 2020 р. за рахунок місцевих бюджетів становила 45 % (у т. ч. міських бюджетів – 42 %), державного бюджету – 54 %; у 2019 р. за рахунок місцевих бюджетів – 91 % (у т. ч. міських бюджетів – 74 %, обласних бюджетів – 5 %), державного бюджету – 9 %; у 2018 р. за рахунок місцевих бюджетів – 96 % (у т. ч. міських бюджетів – 48 %, обласних бюджетів – 19 %), державного бюджету – 4 %.

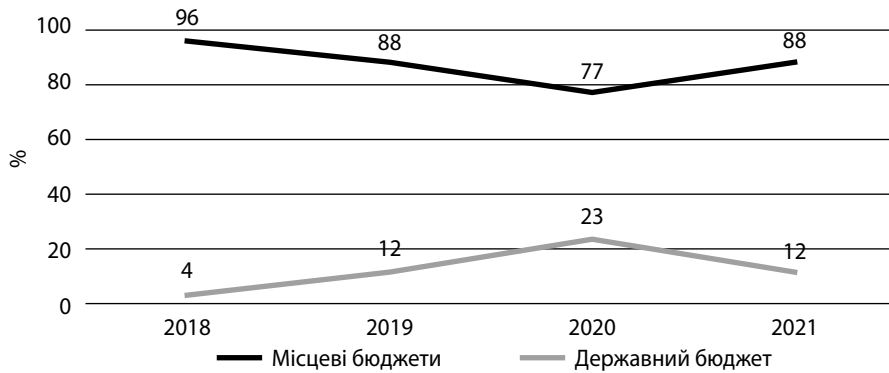


Рис. 20.7. Динаміка частки джерел фінансування надання державної допомоги за 2018–2021 рр., %

Побудовано за: Річні звіти про надання державної допомоги за 2017–2022 роки / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi>.

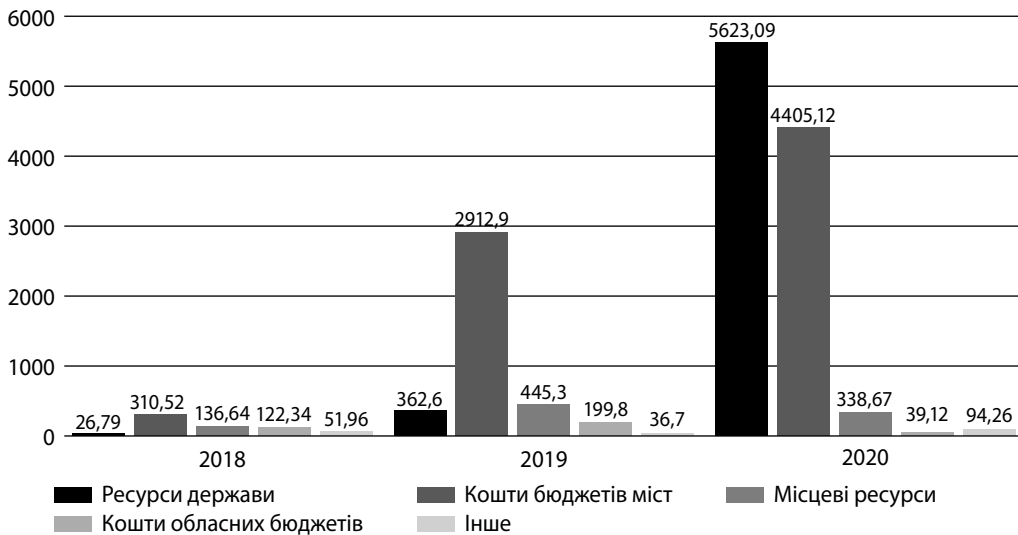


Рис. 20.8. Сума державної допомоги за джерелами фінансування у структурі державної допомоги, млн грн

Побудовано за: Річні звіти про надання державної допомоги за 2017–2022 роки / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi>.

Використовуючи статистичні дані за макроекономічними показниками, доцільно розглянути динаміку надання державної допомоги в Україні у співвідношенні із середнім курсом гривні щодо долара США (за даними НБУ), показників

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

економічної активності (ВВП), основних показників ринку праці та середньорічної чисельності наявного населення України (табл. 20.4).

Таблиця 20.4

Загальні показники оцінки державної допомоги в Україні

Показник	2019	2020	2021
Розмір наданої державної допомоги, млн грн	3 957,34	10 500,27	1 643,82
Розмір наданої державної допомоги за середнім курсом НБУ ¹ , євро	136,70 (1 євро = 28,95 грн)	341,03 (1 євро = 30,79 грн)	50,88 (1 євро = 32,31 грн)
Розмір незначної державної допомоги, млн грн	553,24	319,26	6,17
Державна допомога разом, млн грн	4 510,58	10 819,53	1 649,99
ВВП України (у фактичних цінах) ²	3 974,56 млрд грн, або 137,29 млрд євро	4 194,10 млрд грн, або 136,22 млрд євро	5 459,57 млрд грн, або 168,97 млрд євро
Оцінка державної допомоги на рівні ВВП, %	0,11	0,26	0,03
Кількість зайнятого населення працездатного віку ³ , тис. осіб	15 894,9	15 915,3	14 957,3
Державна допомога на кожну зайняту особу	283,78 грн/особу, або 9,80 євро/особу	679,83 грн/особу, або 22,08 євро/особу	110,31 грн/особу, або 3,41 євро/особу
Середньорічна чисельність ⁴ наявного населення України, осіб	42 027 809	41 575 748	41 167 335
Державна допомога на кожного громадянина України	107,32 грн/особу, або 3,71 євро/особу	260,24 грн/особу, або 8,45 євро/особу	40,08 грн/особу, або 1,24 євро/особу

Розраховано та складено авторами.

Найбільший розмір наданої державної допомоги в Україні за досліджуваний період, за даними центральних і місцевих органів виконавчої влади та ОМС, становив у 2020 р. 10 500,27 млн грн, або, за середнім курсом НБУ за рік, 341,03 млн євро. Також розмір наданої незначної державної допомоги дорівнював 319,26 млн грн. Отже, загальний обсяг державної допомоги, з урахуванням незначної, становив у 2020 р. 10 819,53 млн грн, що на 6308,95 млн грн більше за 2019 р. та на

¹ Офіційний курс гривні щодо іноземних валют (середній за період) Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Exchange_r.xls.

² Валовий внутрішній продукт України в 2020 р. / Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/2020/>.

³ Основні показники ринку праці (річні дані) / Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/rp/ean/ean_u/arh_osp_rik_u.htm.

⁴ Населення та міграція / Державна служба статистики України. URL: https://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/publnasel_u.htm.

9169,54 млн грн більше порівняно з 2021 р. Державну допомогу у 2021 р., за отриманими від надавачів даними, можна оцінити на рівні 0,03 % ВВП України, у 2020 р. – 0,26, у 2019 р. – 0,11 % ВВП. Відповідно, розмір державної допомоги на кожного громадянина України у 2020 р. можна оцінити на рівні 260,24 грн/особу, або 8,45 євро/особу, що на 152,92 грн/особу більше, ніж у 2019 р., та на 220,16 грн/особу більше, ніж у 2021 р.

Таким чином, найвищі показники надання державної допомоги на рівні ВВП, на кожну зайняту особу та на кожного громадянина України притаманні 2020 р. Це зумовлено поширенням пандемії COVID-19, що спричинило активізацію механізмів державного регулювання надання державної допомоги, стрімке запровадження заходів щодо нівелювання фіскальних ризиків та збільшення підтримки суб'єктів господарювання задля подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою, та зниження макроекономічного шоку.

На основі вивчення нормативно-правового поля у сфері надання державної допомоги¹ пропонуємо класифікаційні ознаки її отримувачів: за типом отримувача з точки зору права власності та за категорією отримувача або заходу підтримки (рис. 20.9).

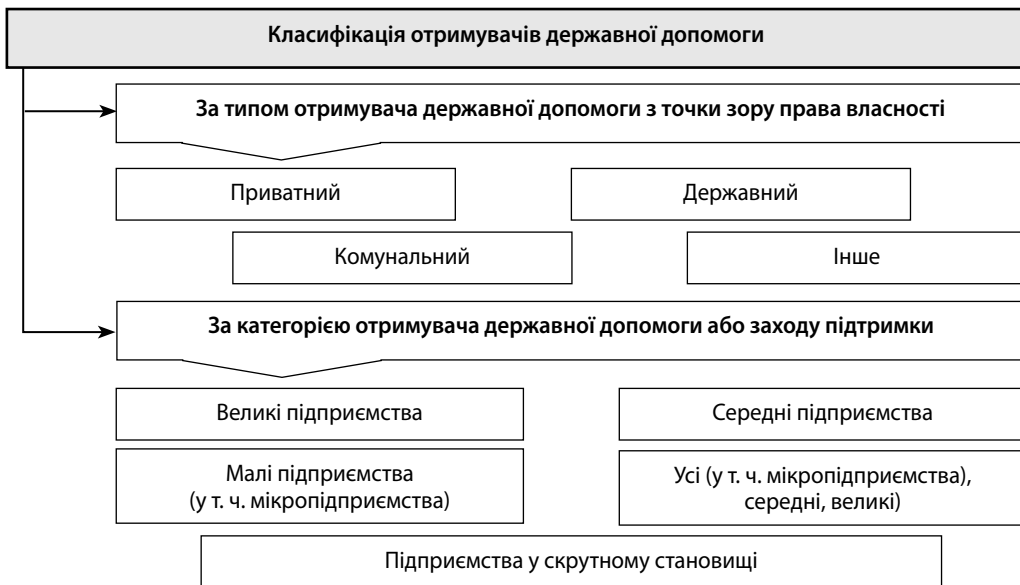


Рис. 20.9. Класифікація отримувачів державної допомоги

Побудовано авторами.

¹ Про державну допомогу суб'єктам господарювання : Закон України від 01.07.2014 № 1555-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1555-18#Text>; Про затвердження Порядку подання та оформлення повідомлень про нову державну допомогу та про внесення змін до умов чинної державної допомоги : розпорядження Антимонопольного комітету України від 04.03.2016 № 2-рп. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0501-16#Text>; Портал державної допомоги: Процедурні правила. URL: <http://pdd.amc.gov.ua/portal/main/instruction/detail?instructionId=66>.

Структура наданої державної допомоги за формами власності її отримувачів наведено в табл. 20.5. Найвищі кількісні та вартісні показники надання державної допомоги за формами власності отримувачів державної допомоги притаманні комунальним підприємствам, оскільки, як було встановлено вище, основними її надавачами є ОМС.

Таблиця 20.5

**Структура наданої державної допомоги
за формами власності отримувачів державної допомоги**

Отримувач державної допомоги за формою власності	Кількість прийнятих рішень за формами власності, %		Сума державної допомоги, млн грн	
	2020	2021	2020	2021
Комунальне підприємство	81	82	4 074,61	1347,93
Державне підприємство	12	16	5 375,26	263,01
Інша форма	7	2	1 050,40	32,88

Складено за: Річні звіти про надання державної допомоги за 2017–2022 роки / Антимонопольний комітет України. URL: <https://amcu.gov.ua/pro-nas/zvitnist/richni-zviti-pro-nadannya-derzhavnoyi-dopomogi>.

У 2022 р. (до повномасштабного вторгнення рф) АМКУ було прийнято 16 рішень про надання державної допомоги, і майже всі вони ухвалені за результатами розгляду повідомлень від ОМС.

Здійснення всебічної, повної та об'єктивної оцінки заходів із підтримки суб'єктів господарювання за рахунок ресурсів держави чи місцевих ресурсів щодо відповідності законодавству про державну допомогу суб'єктам господарювання можливе за умови розгляду АМКУ як уповноваженим органом повідомлень про нову державну допомогу, подання яких надавачами державної допомоги передбачено ст. 9 Закону України “Про державну допомогу суб'єктам господарювання”. З огляду на зазначене надання державної допомоги в Україні має здійснюватися з дотриманням міжнародних зобов'язань, передбачених Угодою про асоціацію з ЄС. Із цією метою для забезпечення функціонування національної системи контролю державної допомоги та реалізації повноважень АМКУ як уповноваженого органу з питань державної допомоги наразі доцільно відновити функціонування системи проведення моніторингу державної допомоги та контролю за допустимістю її надання суб'єктам господарювання шляхом внесення відповідних змін до Закону № 1555-VII. Систематизовані вихідні дані для проведення оцінки надання державної допомоги відсутні, починаючи з 2022 р.

Аналіз вітчизняного досвіду щодо врегулювання надання державної допомоги підприємствам показав, що є потреба в розробленні методичного забезпечення оцінки допустимості такої допомоги. З цією метою розглянемо досвід ЄС у відповідній сфері.

20.2. Світовий досвід надання державної допомоги підприємствам (на прикладі країн ЄС)

Запровадження та застосування критеріїв надання державної фінансової допомоги в західних країнах реалізується через сукупність різних стратегій і ініціатив. Діючі програми підтримки підприємств на теренах ЄС присвячені питанням диджиталізації діяльності, необхідність якої посилилась в умовах пандемії коронавірусної хвороби. Щоб стимулювати європейський бізнес, зокрема МСП, до цифрової трансформації, Європейська комісія створила різні можливості фінансування протягом 2021–2027 років, які доповнюють національні й регіональні ініціативи. Серед основних програм: Horizon Europe; Digital Europe Programme; European Regional Development Fund; InvestEU; Connecting Europe Facility; The Recovery and Resilience Facility (RRF); Single Market Programme; European Social Fund Plus; European Fund for Strategic Investments (рис. 20.10).

Розглянемо детальніше в контексті нашого дослідження кожен з наведених програм державного фінансування підприємств ЄС за такою логічною схемою: структура видатків; особливості реалізації; процес подання заявки; критерії та показники (у випадку наявності).

Horizon Europe. Це найбільша транснаціональна програма з досліджень та інновацій, наступниця програми Горизонт 2020. Пріоритети ініціативи визначено за 4 основними напрямками, розбитими на 15 кластерів, у всіх сферах досліджень та інновацій: Передова наука; Глобальні виклики та промислова конкурентоспроможність ЄС;

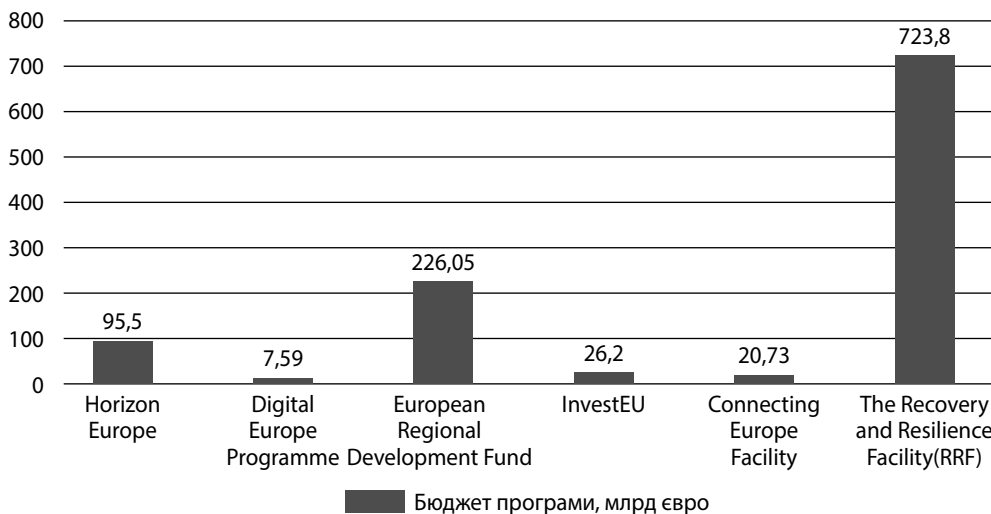


Рис. 20.10. Бюджет основних програм державної допомоги підприємствам в ЄС на 2021–2027 рр., млрд євро

Побудовано за: Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 p. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

Інноваційна Європа; Розширення залученості та посилення європейської дослідницької сфери (рис. 20.11). Програма Horizon Europe працює у синергії з іншими програмами фінансування, серед яких DIGITAL, ERDF та CEF¹.

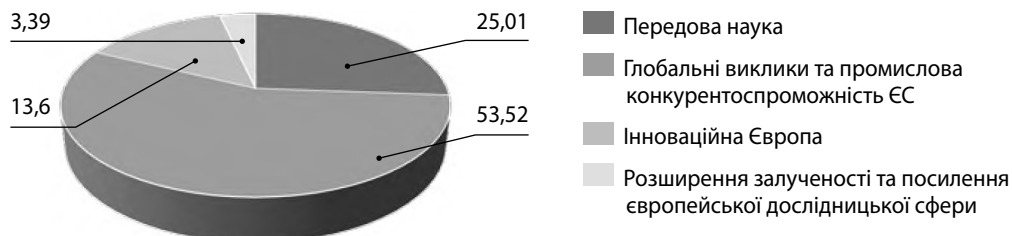


Рис. 20.11. Структура видатків програми Horizon Europe, млрд євро

Побудовано за: Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 p. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

Як бачимо з рис. 20.11, бюджет Horizon Europe становить 95,5 млрд євро, у т. ч. 5,4 млрд євро спрямовуються на відновлення підприємств після пандемії COVID-19. Програма націлена на фінансування підприємств усіх галузей діяльності (рис. 20.12).

За напрямом “Глобальні виклики та промислова конкурентоспроможність ЄС” кожен кластер має власну робочу програму фінансування. Цифрові технології наявні в цілях усіх кластерів у вигляді конкретного розвитку та використання цифрових технологій для таких широко визначених секторів, як охорона здоров’я, харчова промисловість, енергетика та мобільність.

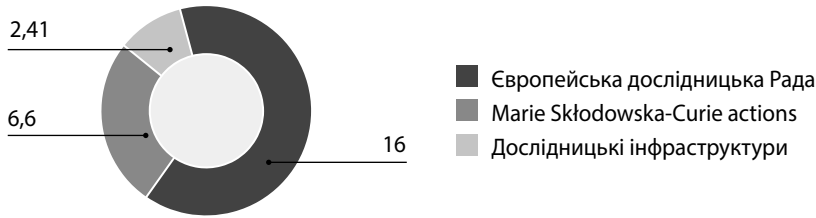
Напрямок “Передова наука” включає Європейську дослідницьку раду (ERC) – першу європейську організацію, що фінансує дослідження, наприклад, у сфері нових технологій, а також об’єкти дослідницької інфраструктури, котрі надають кошти на дослідницьке обладнання, таке як інфраструктура наукових даних та комунікаційні мережі.

Напрямок “Інноваційна Європа” містить такі елементи:

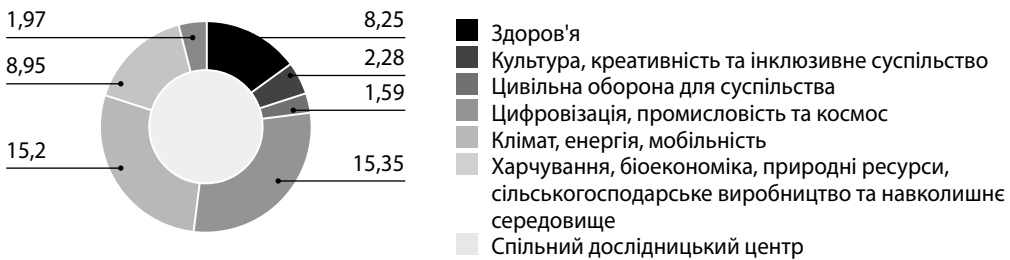
- Європейська рада з інновацій (10,1 млрд євро), яка також надає фінансування окремим МСП, стартапам і невеликим компаніям із середньою капіталізацією для подолання розриву у фінансуванні між пізніми стадіями науково-дослідницької діяльності та виходом на ринок, для ефективного впровадження проривних інновацій, що створюють ринок, і розширення масштабів діяльності компаній;
- Європейський інститут інновацій та технологій (ЄІТ) (527 млн євро) – незалежний орган ЄС, відповідальний за підвищення здатності Європи до запровадження інновацій через фінансування підприємств та підтримку нових ідей. ЄІТ використовує інструмент під назвою “Спільноти знань та інновацій” (Knowledge and Innovation Communities, KICs), у рамках якого створюються

¹ Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 p. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

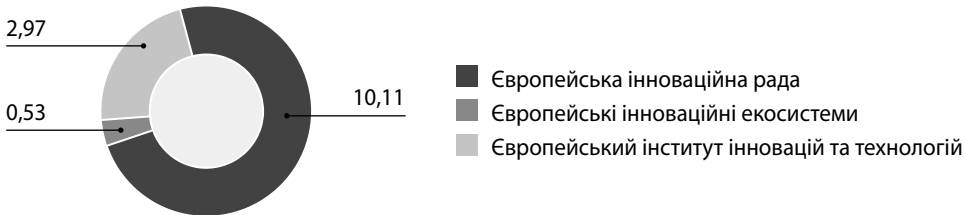
Передова наука, млрд євро



Глобальні виклики та промислова конкурентоспроможність ЄС



Інноваційна Європа, млрд євро



Розширення залученості та посилення європейської дослідницької сфери, млрд євро

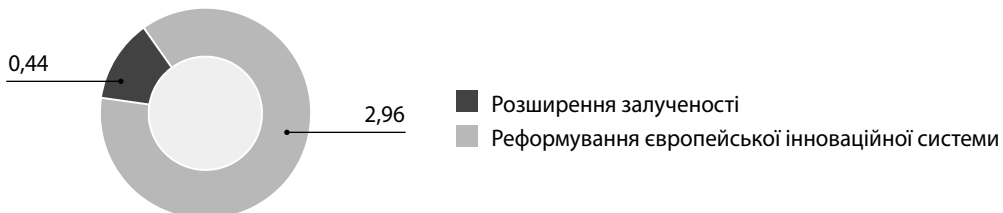


Рис. 20.12. Бюджет кластерів Horizon Europe

Побудовано за: Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 р. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

партнерські об'єднання з бізнесом, дослідницькими центрами та університетами, спрямовані на подолання суспільних викликів, створення якісних робочих місць і зростання. Серед восьми теперішніх KICs одна присвячена цифровим інноваціям та підприємницькій освіті (EIT Digital), а інша зосереджена на об'єднанні провідних виробничих підприємств по всій Європі (EIT Manufacturing).

Напрямок "Розширення участі та поширення передового досвіду" (2,9 млрд євро) націлений на розбудову дослідницького й інноваційного потенціалу країн – членів ЄС, що відстають.

Напрямок фінансування "Реформування та вдосконалення європейської системи досліджень та інновацій" (438 млн євро) має на меті посилення політичних реформ на національному рівні та їх доповнення шляхом розроблення політичних ініціатив на рівні ЄС, проведення досліджень, створення мереж, партнерства, координації, збору даних, моніторингу та оцінки.

Процес подання заявок відбувається через портал "Фінансування та тендери", де надається огляд усіх відкритих, майбутніх та закритих можливостей фінансування.

Digital Europe Programme. Програма "Цифрова Європа" (DIGITAL) забезпечує фінансування розбудови цифрового потенціалу ЄС світового рівня для впровадження цифрових технологій для бізнесу, громадян та органів державного управління. Вона зосереджена на п'яти ключових інвестиційних напрямках: комп'ютеризація, штучний інтелект, кібербезпека, передові цифрові навички та заходи із запровадження цих технологій. Європейські центри цифрових інновацій (EDIH), зокрема, забезпечують широке використання цифрових технологій в економіці та суспільстві.

Напрямок DIGITAL містить 4 робочі програми:

- 1) основна робоча програма на 2021–2022 рр. з бюджетом 1383 млн євро, зосереджена на штучному інтелекті, хмарних просторах і просторах даних, інфраструктурі квантового зв'язку, передових цифрових навичках і широкому використанні цифрових технологій в економіці та суспільстві;
- 2) робоча програма Європейських центрів цифрових інновацій (EDIH) на 2021–2023 роки з бюджетом 329 млн євро;
- 3) робоча програма з кібербезпеки на 2021–2022 рр. з бюджетом 269 млн євро;
- 4) робоча програма з високопродуктивних обчислень; готується об'єднанням EuroHPC і має незалежний графік ухвалення.

Основна робоча програма на 2021–2022 роки (1383 млн євро) зосереджувалася на: розкритті потенціалу даних шляхом створення спільних європейських просторів даних, побудованих на безпечних і енергоефективних хмарних технологіях, а також сприяння тестуванню і впровадженню надійного штучного інтелекту; забезпеченні розгортання безпечної інфраструктури квантового зв'язку ЄС (EUroQCI); сприянні розвитку передових цифрових навичок у ключових сферах потенціалу за допомогою спеціалізованих освітніх програм та інших заходів; вирішенні ключових суспільних проблем, таких як захист довкілля і боротьба зі зміною клімату, за допомогою високоєфективних розгортань. Наприклад, через прискорення впровадження блокчейну в Європі, забезпечення інтероперабельності цифрових держав-

них послуг, орієнтованих на потреби користувачів, полегшення транскордонного обміну даними в таких сферах, як правосуддя і безпека, і сприяння створенню інклюзивного й надійного цифрового простору.

European Regional Development Fund. Європейський фонд регіонального розвитку (ЄФРР) має на меті зміцнення економічної, соціальної та територіальної згуртованості в ЄС шляхом зменшення диспропорцій між регіонами. ЄФРР розрахований на 2021–2027 та підтримку політичних цілей, спрямованих на забезпечення:

- 1) більш конкурентоспроможної та “розумної” (smart) Європи;
- 2) більш зеленої та низьковуглецевої Європи;
- 3) більш взаємопов’язаної Європи;
- 4) більш соціальної Європи;
- 5) Європи, ближчої до громадян.

Ресурси в межах програми розподіляються між державами-членами згідно з їх співвідношенням між валовим національним доходом (ВНД) і регіонами, розподіленими на 3 категорії відповідно до їхнього ВВП на одну особу.

ЄФРР функціонує під спільним управлінням: Європейська комісія ухвалює програми, приймаючи рішення за поданням країн-членів, які відповідають за програми. Саме держави-члени визначають, чи надається підтримка бенефіціарам у формі грантів, фінансових інструментів або в іншій формі (пільгові кредитні умови). Гранти можуть мати форму відшкодування фактично здійснених витрат, одноразових виплат, кредитування за фіксованою ставкою. Рішення щодо реалізації застосування фінансових інструментів може бути прийняте безпосередньо органами управління програм або уповноваженими фінансовими установами (наприклад, ЄІБ, інші міжнародні фінансові організації).

Процес подання заявок до ЄФРР на отримання фінансових інструментів та грантів відрізняється, зокрема заявки на отримання грантів подаються через Європейську комісію. У свою чергу, заявки на фінансові інструменти не подаються безпосередньо Єврокомісією. Натомість органи управління приймають рішення щодо умов та відбору для виділення фінансування.

InvestEU. Програма InvestEU підтримує надання довгострокового фінансування для стійких інвестицій шляхом залучення приватних та державних коштів. Фонд InvestEU має на меті мобілізувати понад 372 млрд євро інвестицій через бюджетну гарантію ЄС, яка буде реалізовуватися Групою ЄІБ та іншими фінансовими установами, такими як МФО і національні банки та установи сприяння (НБУС). Ці партнери-виконавці відповідають за впровадження та використання гарантій ЄС для підтримки інвестицій у підприємства, чия основна діяльність узгоджується з конкретними пріоритетами політики, зокрема у сфері розвитку зеленої економіки та цифровізації. Партнери – виконавці InvestEU впроваджують широкий спектр прямих та опосередкованих фінансових продуктів, таких як кредити, державні гарантії. Фонд InvestEU включає Консультативний центр InvestEU, який надає технічну допомогу в підготовці, розробленні, структуруванні й реалізації інвестиційних проєктів, а також портал InvestEU – загальноєвропейську платформу, що об’єднує інвесторів та виконавців проєктів (рис. 20.13).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

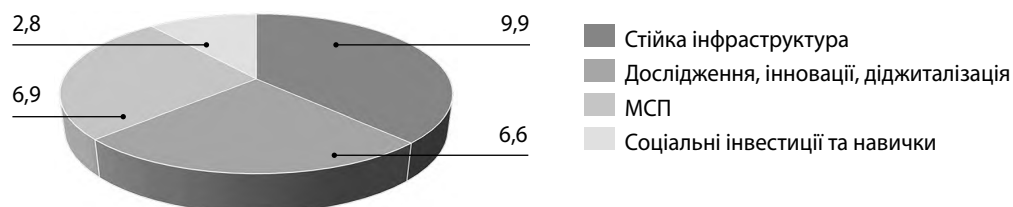


Рис. 20.13. Напрями реалізації програми InvestEU, млрд євро

Побудовано за: Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 р. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

Ініціатори проектів та підприємства, зацікавлені в інвестиціях для своїх проектів, повинні звертатися до місцевих фінансових посередників або партнерів-виконавців безпосередньо.

Connecting Europe Facility. Фонд “Connecting Europe” (CEF) спрямований на цільові інвестиції в інфраструктуру по всій Європі. Фонд надає фінансування проектам держав-членів, що сприяють створенню вискоєфективних, стійких і взаємопов’язаних транс’європейських мереж у трьох ключових секторах: транспортному, енергетичному й цифровому. Бюджет CEF на 2021–2027 роки мобілізує 20,73 млрд євро, які частково надходять з європейських стратегічних інвестицій у рамках поточної Багаторічної фінансової програми (MFF). Крім того, CEF взаємодіє з іншими важливими фондами, такими як “Горизонт Європа” та Європейський фонд стратегічних інвестицій.

CEF реалізується через багаторічні робочі програми для кожного з ключових секторів. Бюджет останніх складається під прямим наглядом з боку Європейської комісії. На додаток до грантів CEF реалізується через інноваційні фінансові інструменти, такі як державні гарантії та облігації (рис. 20.14).

The Recovery and Resilience Facility (RRF). З бюджетом 723,8 млрд євро (у вигляді кредитів та грантів на 2021–2027 роки), Фонд відновлення та стійкості (RRF) є центральним тимчасовим інструментом NextGenerationEU (NGEU), спрямованим на посилення виходу з кризи після пандемії COVID-19. Європейська комісія розпо-

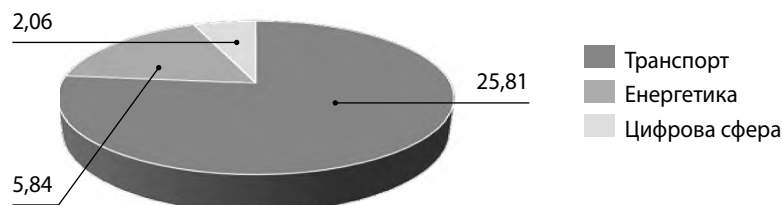


Рис. 20.14. Складові бюджету програми Connecting Europe Facility, млрд євро

Побудовано за: Digitalisation of businesses: A guide to EU funding opportunities / European Commission. 2022. 12 р. URL: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/guide-eu-funding-opportunities-digitalise-businesses>.

діляє кошти між державами-членами з метою покриття економічних та соціальних збитків та, у подальшому, забезпечення стійкого розвитку економік. RRF є ще одним важливим джерелом фінансування цифровізації бізнесу. У кожному національному плані відновлення та стійкості виділяється щонайменше 20 % передбачених витрат на сприяння цифровому переходу. Згідно з показниками національних планів, поданих до Європейської комісії, щонайменше 23,6 млрд євро спрямовуються на цифровізацію бізнесу. Завдяки фінансуванню з RRF ЄС кожна країна-член реалізує конкретні заходи, викладені у своєму плані. Національні органи влади повідомляють на своїх вебсайтах про те, чи надається підтримка бенефіціарам (підприємствам) та в який саме спосіб.

Підсумовуючи проведений аналіз ключових програм фінансування державної допомоги підприємствам ЄС, виокремимо такі ключові моменти:

- 1) виконання та подання заявок на участь у програмах є перманентним упорядковим встановленим періоду, зокрема 2021–2027 рр.;
- 2) проаналізовані програми спрямовані на посилення ефективності діяльності суб'єктів господарювання в умовах невизначеності (у т. ч. пандемії COVID-19) через поширення та запровадження цифрових інструментів операційної діяльності;
- 3) брати участь у програмах можуть підприємства різних галузей;
- 4) порядок подання є ustalеним (через портал “Фінансування та тендери”)¹.

Підкреслимо також, що окремі групи критеріїв у рамках кожної програми відсутні. Зокрема, розміщені на порталі можливості для подання заявок підприємствами містять типові вимоги для аплікантів щодо подання:

- загальної інформації про підприємство;
- чітко сформульованої пропозиції з визначенням конкретної мети фінансування, термінів, бюджету та показників ефективності використання одержаних коштів².

20.3. Оцінка допустимості державної допомоги в ЄС

Інституціональний механізм нагляду та контролю за доцільністю державної допомоги на рівні ЄС представлено типовим документом “Правила участі та подання пропозицій, а також пов’язані з ними процедури оцінки, відбору та присудження

¹ Funding and Tenders portal / European Commission. URL: <https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/opportunities/portal/screen/opportunities/topic-search;callCode=null;freeTextSearchKeyword=&matchWholeText=true;typeCodes=1;statusCodes=31094501,31094502,31094503;programmePeriod=2021%20-%202027;programCcm2Id=43108390;programDivisionCode=null;focusAreaCode=null;destination=null;mission=null;geographicalZonesCode=null;programmeDivisionProspect=null;startDateLte=null;startDateGte=null;crossCuttingPriorityCode=null;cpvCode=null;performanceOfDelivery=null;sortBy=sortStatus;orderBy=asc;onlyTenders=false;topicListKey=topicSearchTablePageState>.

² Funding and Tenders portal / European Commission. URL: <https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/opportunities/portal/screen/opportunities/topic-search;callCode=null;freeTextSearchKeyword=&matchWholeText=true;typeCodes=1;statusCodes=31094501,31094502,31094503;programmePeriod=2021%20-%202027;programCcm2Id=43108390;programDivisionCode=null;focusAreaCode=null;destination=null;mission=null;geographicalZonesCode=null;programmeDivisionProspect=null;startDateLte=null;startDateGte=null;crossCuttingPriorityCode=null;cpvCode=null;performanceOfDelivery=null;sortBy=sortStatus;orderBy=asc;onlyTenders=false;topicListKey=topicSearchTablePageState>.

грантів” (далі – Правила), який доповнюється специфічними аспектами відповідно до програми фінансування¹. На рис. 20.15 відображено типову структуру Правил.

Розглянемо детальніше критерії оцінки, наведені у Правилах ЄС, та методичний інструментарій встановлення відповідності ним заявок, поданих підприємствами.

Пропозиції оцінюються за шістьма попередньо визначеними критеріями:

C1: технічна досконалість;

C2: інноваційний характер;

C3: відповідність специфікації та графіка конкурсу проектних пропозицій (актуальність);

C4: адекватність та якість ресурсів респондента, його спроможність до управління та реалізації, а також досвід роботи;

C5: доцільність та ефективність розподілу ресурсів, які будуть залучені (бюджет, персонал, обладнання);

C6: внесок у європейську конкурентоспроможність².

Градація балів для оцінки відповідності наведеним критеріям:

0 – пропозиція не відповідає критерію, що розглядається, або не може бути оцінена через відсутність або неповноту інформації;

1 – незадовільно. Критерій розглядається неадекватно або є серйозні недоліки;

2 – задовільно. Хоча пропозиція в цілому відповідає критерію, є значні недоліки;

3 – добре. Пропозиція відповідає критерію, але потребує доопрацювання;

4 – дуже добре. Пропозиція відповідає критерію, хоча все ще можливі певні покращання;

5 – відмінно. Пропозиція успішно враховує всі аспекти критерію, про який ідеться. Будь-які недоліки є незначними³.

Кожен критерій оцінюється за 5-бальною шкалою. Допускається виставлення половинних балів. Всі фактори мають однакову вагу. Для певних або всіх критеріїв встановлено порогові значення, тому кожна пропозиція, що не досягає порогових балів, буде відхилена⁴.

Важливою особливістю механізму виділення державної допомоги є створення передумов належного нагляду за доцільністю використання коштів, транспарентності прийнятих рішень та підзвітності заявників.

Стосовно інформаційного забезпечення розкриття даних підприємствами, котрі подають заявки на участь, то важливим елементом є розкриття достовірної інформації про поточний стан фінансово-господарської діяльності й перспективи

¹ Rules for Participation and Rules for Submission of Proposals and the related Evaluation, Selection and Award procedures. 2011. URL: https://ec.europa.eu/research/participants/portal4/doc/call/fp7/sp1-jti-cs-2013-03/1590154-y-gfacs-201303_en.pdf

² Rules for Participation and Rules for Submission of Proposals and the related Evaluation, Selection and Award procedures. 2011. P. 39. URL: https://ec.europa.eu/research/participants/portal4/doc/call/fp7/sp1-jti-cs-2013-03/1590154-y-gfacs-201303_en.pdf.

³ Ibid.

⁴ Ibid.

1. ВСТУП
2. ІНФОРМАЦІЯ ПРО ЦІЛІ ПРОГРАМИ
• Мета • Підприємства, котрі можуть брати участь • Вид діяльності, в якому зайняті апліканти • Етичні принципи • Витрати, що покриваються в рамках програми • Особливості субпідряду
3. ПОДАННЯ ЗАЯВОК
Подання заявки та обмін інформацією; check-list заявника; відповідність критеріям прийнятності заявки; правові засади; інструкція із заповнення заявки
4. ОЦІНЮВАННЯ ПОДАНИХ ЗАЯВОК
Підготовка оголошень про участь у програмі фінансування; добір експертів та їх призначення; кодекс поведінки експертів; конфлікт інтересів; незалежний спостерігач; критерії оцінки заявок; оцінка пропозицій (методичний інструментарій); надання експертних висновків за кожною оцінкою
5. УЗАГАЛЬНЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ОЦІНЮВАННЯ ПОДАНИХ ЗАЯВОК
6. ПЕРЕГОВОРИ ІЗ ЗАЯВНИКОМ
Особливості укладання угоди про реалізацію проєкту, допомога заявнику та супровід відповідальною особою на всіх етапах реалізації програми
7. ЕТИЧНА ЕКСПЕРТИЗА ТА КОНФЛІКТ ІНТЕРЕСІВ
8. БЕЗПЕКА ДАНИХ
9. ПРИЗНАЧЕННЯ ВНУТРІШНІХ І ЗОВНІШНІХ ЕКСПЕРТІВ, НЕЗАЛЕЖНИХ СПОСТЕРІГАЧІВ

Рис. 20.15. Типові Правила участі та подання пропозицій, а також пов'язані з ними процедури оцінювання, відбору та присудження грантів у ЄС

Побудовано за: Rules for Participation and Rules for Submission of Proposals and the related Evaluation, Selection and Award procedures. URL: https://ec.europa.eu/research/participants/portal4/doc/call/fp7/sp1-jti-cs-2013-03/1590154-y-gfacs-201303_en.pdf.

розвитку. На теренах ЄС створено потужну інфраструктуру звітування компаній, яка охоплює фінансову звітність загального призначення, звіт про управління та в його складі (або як окремий документ) звіт про сталий розвиток. Саме останній має прогностичну цінність для користувачів і дає змогу зробити висновки, з одного боку, про внесок підприємств у подолання наслідків кризових явищ (наприклад, пандемії COVID-19), а з другого – визначити силу впливу таких явищ на діяльність суб'єктів.

20.4. Методичне забезпечення розкриття підприємствами показників, які відображають вплив невизначеності на їх діяльність

В Україні представленими на законодавчому рівні (постанови Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231; від 03.03.2021 № 200) є лише критерії та показники, що характеризують частково вплив невизначеності на діяльність суб'єктів господарювання, зокрема щодо соціальної складової (вимушене скорочення кількості працівників та тривалості робочого часу) (додаток 20.1)¹.

Проведений аналіз показав, що у вітчизняній практиці існує низка прогалин, пов'язаних із забезпеченням транспарентності процесу надання державної допомоги підприємствам. Одним із інструментів посилення прозорості прийняття рішень у цій сфері є розроблення документа, який міститиме порядок оцінки доцільності державної допомоги, що враховує особливості програм підтримки. Зазначений документ повинен мати розпорядчий характер та бути затвердженим Кабінетом Міністрів України. Запровадження такого нормативного акта створить умови для уніфікації підходів до оцінки доцільності та допустимості державної допомоги, посилить обґрунтованість ухвалення рішень щодо її надання. Слід зауважити, що Законом № 692-IX від 16.06.2020 доповнено ч. 2 ст. 6 Закону № 1555-VII критерієм, що стосується надання допомоги в контексті подолання наслідків пандемії COVID-19 (п. 9)². Особливі умови воєнного стану також ураховані на законодавчому рівні, зокрема з прийняттям Закону від 01.04.2022 № 2175-IX³.

Така практика є поширеною, про що свідчить найкращий світовий досвід, зокрема ЄС, Великобританії (Керівництво для практиків у сфері надання державної допомоги)⁴, ОЕСР (Методологічний посібник з оцінки надання державної допомоги)⁵. Тож вважаємо за доцільне розробити проект Порядку проведення оцінки

¹ Деякі питання реалізації статті 3 Закону України "Про соціальну підтримку застрахованих осіб та суб'єктів господарювання на період здійснення обмежувальних протіепідемічних заходів, запроваджених з метою запобігання поширенню на території України гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2" : постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1231-2020-%D0%BF#n9>; Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19 : постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/200-2021-%D0%BF#Text>.

² Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо державної підтримки сфери культури, креативних індустрій, туризму, малого та середнього бізнесу у зв'язку з дією обмежувальних заходів, пов'язаних із поширенням коронавірусної хвороби COVID-19 : Закон України від 16.06.2020 № 692-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/692-20/ed20210522#Text>.

³ Про внесення зміни до пункту 52 розділу 9 "Прикінцеві та перехідні положення" Закону України "Про державну допомогу суб'єктам господарювання" щодо застосування його положень в період дії правового режиму воєнного стану" : Закон України від 01.04.2022 № 2175-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2175-20#Text>.

⁴ The State Aid Guide. Guidance for state aid practitioners / BIS. 2011. URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31700/11-1040-state-aid-guide.pdf.

⁵ Methodological guide on the evaluation of state aid / CNMC. 2016. URL: https://www.cnmc.es/sites/default/files/2767814_0.pdf.

допустимості державної допомоги на подолання наслідків, спричинених особливо небезпечними інфекційними хворобами (далі – Порядок).

Цей документ спрямований на надання допомоги для проведення оцінки допустимості державної допомоги за критерієм 9 ч. 2 ст. 6 Закону № 1555-VII.

До додаткових аргументів на користь розроблення Порядку належать:

- застосування критеріїв та відповідних показників звітності підприємств, на основі яких можуть бути ухвалені рішення про надання державної фінансової допомоги підприємствам для підтримки їхньої економічної активності в умовах пандемії COVID-19, посилює відповідальність надавачів та отримувачів допомоги;
- критерії та відповідні показники сприяють підвищенню транспарентності й підзвітності діяльності органів державної влади як надавачів допомоги через оприлюднення документів про результати оцінювання допустимості та результативності державної допомоги для громадськості;
- створюється інформаційне підґрунтя оцінки ефективності та продуктивності надавачів державної допомоги. Продуктивність оцінюється через кількість ресурсів, котрі було надано як державну фінансову допомогу. Ефективність вимірюється як рівень надання державної фінансової допомоги, що втілюється в заявлених результатах. Через продуктивність та ефективність забезпечується збалансований підхід до процесу надання державної фінансової допомоги.

Вихідними принципами розроблення проекту Порядку є прозорість та підзвітність на всіх рівнях діяльності економічних агентів, оскільки саме на них наголошують положення Меморандуму про Програму розширеного фінансування між МВФ та Україною¹. Прикладом є державна програма “Доступні кредити 5-7-9%”², обсяг реалізації якої, на думку експертів МВФ, становить суттєве джерело фіскальних ризиків. Уряд України розпочав наразі роботу над Планом реформ до 2027 року, що ґрунтуватиметься на семи рекомендаціях ЄС, переліку структурних маяків МВФ. Ефективна реалізація наведених рекомендацій залежить від прозорості інформаційного забезпечення оцінки та моніторингу стану виконання реформ, реалізації програм державної підтримки підприємств.

Порядок визначає процедуру проведення оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання. Пропонуємо таку його структуру:

- I. Загальні положення;
- II. Процедура оцінювання допустимості державної допомоги);
- Додатки:
 - 1 “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб”;
 - 2 “Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств”;

¹ IMF Executive Board Completes the First Review under the Extended Fund Facility (EFF) Arrangement for Ukraine. 2023, June 29. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/06/29/pr23249-ukraine-imf-exec-board-completes-1st-rev-eff-arrangement>.

² Державна програма “Доступні кредити 5-7-9%”. URL: <https://5-7-9.gov.ua/>.

З “Форма оцінки допустимості державної допомоги”) (Додаток 20.2).

Базовим припущенням при розробленні проєкту стало те, що доцільно розширити критерії надання допомоги через включення показників, які характеризують резилієнтність діяльності підприємств в умовах невизначеності (пандемія COVID-19, війна в Україні). Це положення ґрунтується на міжнародному досвіді (ЄС) у частині посилення інформаційного забезпечення прийняття рішень щодо надання державної допомоги підприємствам стосовно їхньої стійкості поряд зі специфічними для реалізації кожної програми індикаторами.

Тож пропонуємо проводити оцінку допустимості державної допомоги за критеріями надання державної допомоги, які охоплюють три основні групи:

- спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги;
- критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб;
- критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств.

Для першої групи критерії та показники встановлюються окремими нормативно-правовими актами (постанови Кабінету Міністрів України від “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на професійну підготовку працівників” 11.01.2018 № 11; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на працевлаштування окремих категорій працівників та створення нових робочих місць” від 31.01.2018 № 33; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги на відновлення платоспроможності та реструктуризацію суб’єктів господарювання” від 31.01. 2018 № 36; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на проведення наукових досліджень, технічний розвиток та інноваційну діяльність” від 07.02.2018 № 118 та ін.).

Група “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб” включає внесок в умовах надзвичайних ситуацій у забезпечення охорони навколишнього середовища, розвиток людського потенціалу, у розвиток та підтримку місцевих громад.

Показники для оцінки відповідності критеріям та інформаційні джерела їх розрахунку наведено в додатку 1 до Порядку.

Група “Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств” охоплює скорочення: обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій; працівників унаслідок надзвичайних ситуацій.

Показники для оцінки відповідності критеріям та інформаційні джерела їх розрахунку наведено в додатку 2 до Порядку.

Відповідність кожному з критеріїв у розрізі показників оцінюється за п’ятибальною шкалою (від 0 до 5).

Інтегральний показник допустимості державної допомоги визначається за формулою:

$$I_{AAA} = \frac{\sum_{i=1}^n I_n}{3},$$

де I_{AAA} – інтегральний показник допустимості державної допомоги;

I_1 – показник допустимості державної допомоги за групою “Спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги”;

I_2 – показник допустимості державної допомоги за групою “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб”;

I_3 – показник допустимості державної допомоги за групою “Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств”.

Результати проведеного оцінювання пропонується узагальнити за формою, наведеною в додатку 3 до проекту Порядку.

Застосування Порядку сприятиме підвищенню транспарентності та підзвітності використання бюджетних коштів, коштів міжнародних фінансових організацій, спрямованих на підтримку та розвиток суб’єктів підприємницької діяльності.

Висновки до розділу 20

В Україні система впровадження критеріїв надання державної допомоги та їх застосування перебуває в активній стадії нормативного впорядкування та реалізації на практиці. Аналіз національного законодавства у досліджуваній сфері дав змогу виокремити напрями врегулювання надання державної підтримки суб’єктам господарювання: встановлення загальних засад реалізації державної допомоги та здійснення контролю за доцільністю її виділення; надання державних пільг суб’єктам господарювання; надання фінансування, спрямованого на підтримку діяльності підприємств; визначення порядку надання грантів суб’єктам господарювання. Разом із тим національна система контролю державної допомоги потребує вдосконалення, зокрема в частині забезпечення прозорості та підзвітності використання бюджетних коштів. Першим кроком у розв’язанні наведеного завдання є відновлення функціонування системи моніторингу державної допомоги та контролю за допустимістю її надання суб’єктам господарювання через внесення відповідних змін до Закону України “Про державну допомогу суб’єктам господарювання”.

Національне та міжнародне законодавство у сфері впорядкування надання державної допомоги наразі характеризується відмінністю, яка полягає в тому, що у країнах ЄС створено потужні передумови належного нагляду за доцільністю використання коштів, транспарентності прийнятих рішень та підзвітності заявників. Водночас в Україні процес оцінювання допустимості державної допомоги здебільшого зводиться до визначення переліку критеріїв за відсутності конкретних показників та методик їх розрахунку.

Важливою особливістю механізму виділення державної допомоги в ЄС є створення передумов належного нагляду за доцільністю використання коштів, транспарентності прийнятих рішень та підзвітності заявників. Інформаційне забезпечення розкриття даних підприємствами, котрі подають заявки на участь у

програмах державної допомоги, базується на розкритті достовірної інформації про поточний стан фінансово-господарської діяльності та перспективи розвитку. Тим самим створено потужну інфраструктуру звітування компаній, яка включає фінансову звітність загального призначення, звіт про управління та в його складі (або як окремий документ) звіт про сталий розвиток.

У вітчизняній практиці існує низка прогалин, пов'язаних із забезпеченням транспарентності процесу надання державної допомоги підприємствам. Одним із інструментів посилення прозорості прийняття рішень у цій сфері є впорядкування методичних аспектів оцінювання доцільності державної допомоги, що враховує особливості програм підтримки, через розроблення відповідного документа. Такий документ повинен мати розпорядчий характер та бути затвердженим Кабінетом Міністрів України. Його запровадження створить умови для уніфікації підходів до оцінки доцільності й допустимості державної допомоги, посилить обґрунтованість ухвалення рішень щодо її надання. Такий документ має надавати можливість визначити допустимість надання допомоги підприємствам крізь призму не лише їхньої економічної цінності, а й резиліентності та внеску в подолання кризових явищ.

5. Вирішення окресленої проблеми з урахуванням загальної спрямованості дослідження оціночних показників для надання державної фінансової підтримки підприємствам в умовах пандемії COVID-19 реалізовано через розроблення проекту Порядку проведення оцінки допустимості державної допомоги на подолання наслідків, спричинених особливо небезпечними інфекційними хворобами. У представленому документі визначено процедуру проведення оцінки на основі трьох груп критеріїв (спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України в розрізі типів допомоги; критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб; критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств).

Додаток 20.1

Таблиця 1

**Критерії надання державної допомоги підприємствам для підтримки діяльності
в умовах невизначеності**

Нормативно-правовий акт	Критерії надання державної допомоги	Показники, на основі яких можуть бути ухвалені рішення про надання державної допомоги
Деякі питання реалізації статті 3 Закону України "Про соціальну підтримку застрахованих осіб та суб'єктів господарювання на період здійснення обмежувальних протиепідемічних заходів, запроваджених з метою запобігання поширенню на території України гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2": постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231	"1) Вимушене скорочення або можливе скорочення передбаченої законодавством тривалості робочого часу працівників, у тому числі через простій, після впровадження обмежувальних протиепідемічних заходів; 2) сплата єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування за усі місяці третього кварталу 2020 року; 3) період від дати державної реєстрації до дати набрання чинності законом становить не менше трьох місяців"	"1) Сума нарахованої заробітної плати працівника за III квартал 2020 р.; 2) кількість годин нормальної тривалості робочого часу за III квартал 2020 р.; 3) кількість годин скороченого робочого часу (запланованого до скорочення робочого часу) у період дії обмежувальних протиепідемічних заходів"
Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб'єктам господарювання на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19: постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200	"1) Станом на 31 жовтня 2020 року основний вид економічної діяльності суб'єкта господарювання відносився до Переліку видів економічної діяльності стосовно яких здійснюються обмежувальні протиепідемічні заходи, пов'язані із поширенням коронавірусної хвороби (COVID-19), що призводять до тимчасової зупинки роботи суб'єктів господарювання; 2) залучення інвестицій для виробництва товарів, пов'язаних із запобіганням, виникненням, поширенням, лікуванням та профілактикою гострої респіраторної хвороби COVID-19; 3) збереження зайнятості найманих працівників та забезпечення продовження економічної діяльності фізичних осіб-підприємців, для яких встановлення карантину призвело до втрати частини заробітної плати або доходу"	"1) Тимчасова зупинка роботи суб'єкта господарювання; 2) відсутність у суб'єкта господарювання заборгованості із виплати заробітної плати та/або сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування; 3) відсутність у суб'єкта господарювання заборгованості перед бюджетом"

Складено авторами.

Таблиця 2

Методичне та інформаційне забезпечення оцінки відповідності підприємств
критеріям надання державної допомоги

Нормативно-правовий акт	Показники, на основі яких можуть бути ухвалені рішення про надання державної допомоги	Алгоритм розрахунку державної допомоги	Інформаційні джерела розрахунку
Постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231	"1) Сума нарахованої заробітної плати працівника за III квартал 2020 р.; 2) кількість годин нормальній тривалості робочого часу за III квартал 2020 р.; 3) кількість годин скороченого робочого часу (запланованого до скорочення робочого часу) у період дії обмежувальних протиепідемічних заходів"	Розмір одноразової матеріальної допомоги визначається пропорційно робочому часу працівника, який скорочено або заплановано скоротити, у т. ч. через простій, та не може перевищувати 8 тис. грн на одного працівника	1) Податковий розрахунок сум доходу, нарахованого (сплаченого) на користь платників податків – фізичних осіб, і сум утриманого з них податку, а також сум нарахованого єдиного внеску (форму затверджено наказом Міністерства фінансів України від 13.01.2015 № 4) 2) наказ про скорочення або можливе скорочення передбаченої законодавством тривалості робочого часу в період дії обмежувальних протиепідемічних заходів; 3) табелі обліку робочого часу за період дії обмежувальних протиепідемічних заходів; 4) дані бухгалтерського обліку
Постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200	"1) Тимчасова зупинка роботи суб'єкта господарювання; 2) відсутність у суб'єкта господарювання заборгованості із виплати заробітної плати та/або сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування; 3) відсутність у суб'єкта господарювання заборгованості перед бюджетом"	Допомога надається у формі субсидій, податкових пільг, відстрочення або розстрочення сплати податків, зборів чи інших обов'язкових платежів, гарантій, кредитів за умови, що загальна вартість таких заходів є нижчою гривневого еквівалента 400 тис. євро на одного суб'єкта господарювання. Максимальний розмір інвестиційної державної допомоги для виробництва відповідних това-	1) Бізнес-план або інвестиційний проект; 2) баланс (звіт про фінансовий стан); 3) податковий розрахунок сум доходу, нарахованого (сплаченого) на користь платників податків – фізичних осіб, і сум утриманого з них податку, а також сум нарахованого єдиного внеску (форму затверджено наказом Міністерства фінансів України від 13.01.2015 № 4); 4) довідка про відсутність заборгованості з платежів, контроль за справлянням яких покладено на контролюючі органи (форму

Нормативно-правовий акт	Показники, на основі яких можуть бути ухвалені рішення про надання державної допомоги	Алгоритм розрахунку державної допомоги	Інформаційні джерела розрахунку
		рів, пов'язаних із запобіганням, виникненням, поширенням, лікуванням та профілактикою COVID-19, не повинен перевищувати 80 % допустимих витрат	затверджено наказом Міністерства фінансів України від 03.09.2018 № 733)

Складено та узагальнено авторами за: Деякі питання реалізації статті 3 Закону України “Про соціальну підтримку застрахованих осіб та суб’єктів господарювання на період здійснення обмежувальних протиепідемічних заходів, запроваджених з метою запобігання поширенню на території України гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2” : постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1231-2020-%D0%BF#n9>; Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19 : постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/200-2021-%D0%BF#Text>. [¹, ²].

¹ Деякі питання реалізації статті 3 Закону України “Про соціальну підтримку застрахованих осіб та суб’єктів господарювання на період здійснення обмежувальних протиепідемічних заходів, запроваджених з метою запобігання поширенню на території України гострої респіраторної хвороби COVID-19, спричиненої коронавірусом SARS-CoV-2” : постанова Кабінету Міністрів України від 09.12.2020 № 1231. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1231-2020-%D0%BF#n9>.

² Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на подолання наслідків, спричинених коронавірусною хворобою COVID-19 : постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 № 200. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/200-2021-%D0%BF#Text>.

ПОРЯДОК

проведення оцінки допустимості державної допомоги на подолання наслідків, спричинених особливо небезпечними інфекційними хворобами

I. Загальні положення

1. Цей Порядок визначає процедуру проведення оцінки допустимості державної допомоги.
2. Цей Порядок розроблено відповідно до Закону України “Про державну допомогу суб’єктам господарювання” від 01.07.2014 № 1555-VII.
3. У цьому Порядку терміни вживаються у значеннях, наведених у чинному законодавстві України.

II. Процедура оцінки допустимості державної допомоги

1. Оцінка допустимості державної допомоги проводиться за критеріями надання державної допомоги, які включають три основні групи:
 - спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги;
 - критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб;
 - критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств.
2. Критерії оцінюються на підставі показників, що їх характеризують.
 - 2.1. Для групи “Спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги” критерії та показники встановлюються окремими нормативно-правовими актами, зокрема постановами Кабінету Міністрів України “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на професійну підготовку працівників” від 11.01.2018 № 11; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на працевлаштування окремих категорій працівників та створення нових робочих місць” від 31.01.2018 № 33; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги на відновлення платоспроможності та реструктуризацію суб’єктів господарювання” від 31.01.2018 № 36; “Про затвердження критеріїв оцінки допустимості державної допомоги суб’єктам господарювання на проведення наукових досліджень, технічний розвиток та інноваційну діяльність” від 07.02.2018 № 118 та іншими.
 - 2.2. Група “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб” містить:
 - внесок у забезпечення охорони навколишнього середовища в умовах надзвичайних ситуацій;

- внесок у розвиток людського потенціалу в умовах надзвичайних ситуацій;
- внесок у розвиток та підтримку місцевих громад в умовах надзвичайних ситуацій.

Показники для оцінки відповідності критеріям та інформаційні джерела їх розрахунку наведені в Додатку 1 до Порядку.

2.3. Група “Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств” включає:

- скорочення обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій;
- скорочення працівників внаслідок надзвичайних ситуацій.

Показники для оцінки відповідності критеріям та інформаційні джерела їх розрахунку наведені в Додатку 2 до Порядку.

2.4. Відповідність кожному з критеріїв у розрізі показників оцінюється за п’ятибальною шкалою. Градація балів для оцінки відповідності наведеним критеріям:

- 0 – заявка не відповідає критерію, що розглядається, або не може бути оцінена через відсутність або неповноту інформації;
- 1 – незадовільно. Критерій розглядається неадекватно, або є серйозні недоліки;
- 2 – задовільно; заявка в цілому відповідає критерію, є значні недоліки;
- 3 – добре; заявка відповідає критерію, але потребує доопрацювання;
- 4 – дуже добре; заявка відповідає критерію, хоча все ще можливі певні покращання;
- 5 – відмінно; заявка успішно враховує всі відповідні аспекти критерію, про який ідеться. Будь-які недоліки є незначними.

2.4.1. Інтегральний показник допустимості державної допомоги визначається за формулою:

$$I_{AAA} = \frac{\sum_{i=1}^n I_n}{3},$$

де I_{AAA} – інтегральний показник допустимості державної допомоги;

I_1 – показник допустимості державної допомоги за групою “Спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги”;

I_2 – показник допустимості державної допомоги за групою “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб”;

I_3 – показник допустимості державної допомоги за групою “Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств”.

2.5. Результати оцінки мають бути узагальнені за формою, наведеною в додатку 3 до Порядку.

Додаток 1

до Порядку проведення оцінки допустимості державної допомоги

Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб

Критерії	Показники	Алгоритм розрахунку	Інформаційні джерела
1. Внесок у забезпечення охорони навколишнього середовища в умовах надзвичайних ситуацій	1.1. Скорочення обсягів водокористування, тис. куб. м 1.2. Скорочення обсягів небезпечних відходів, тис. т 1.3. Скорочення викидів парникових газів, тис. т	1.1. Розраховується діленням фактично використано води за рік, усього, тис. куб. м на обсяг виготовленої продукції (виконаних робіт, наданих послуг) 1.2. Розраховується діленням загального обсягу перероблених відходів (тонн) на обсяг виробленої продукції (товарів, робіт, послуг) 1.3. Загальні обсяги викидів забруднюючих речовин і парникових газів в атмосферне повітря за усіма його виробничими та технологічними процесами, технологічним устаткуванням (установами) за відповідний період	Форма державного статистичного спостереження № 2ТП-водгосп (річна) "Звіт про використання води", затверджена наказом Міністерства екології та природних ресурсів України 16.03.2015 р. № 78 Форма № 1 – відходи (річна) державного статистичного спостереження "Звіт про утворення та поводження з відходами", затверджена наказом Державної служби статистики України від 25.06.2021 № 164 Форма державного статистичного спостереження № 2 – ТП (повітря) (річна) "Звіт про викиди забруднюючих речовин і парникових газів в атмосферне повітря від стаціонарних джерел викидів", затверджена наказом Державної служби статистики України від 25.06.2021 № 162
2. Внесок у розвиток людського потенціалу в умовах надзвичайних ситуацій	2.1. Витрати на оплату лікарняних, здійснених під час кризових явищ, тис. грн 2.2. Витрати, здійснені на створення безпечних умов праці за кризових явищ, тис. грн 2.3. Витрати на благодійність, тис. грн 2.4. Витрати на навчання працівників з питань охорони праці, тис. грн	–	Статистична звітність (форма державного статистичного спостереження № 1-ПВ (квартальна) "Звіт з праці", затвердженої наказом Державної служби статистики України від 25.06.2021 № 135); дані бухгалтерського обліку
3. Внесок у розвиток та підтримку місцевих громад в умовах надзвичайних ситуацій	3.1. Частка місцевих закупівель, %	Частка витрат суб'єкта господарювання на закупівлі у місцевих постачальників	Дані бухгалтерського обліку

Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств

Критерії	Показники	Алгоритм розрахунку	Інформаційні джерела
1. Скорочення обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій	1.1. Валова рентабельність діяльності підприємства	Розраховується як відношення валового прибутку до чистого доходу (виручки) від реалізації товарів (робіт, послуг), розрахованого без урахування акцизного податку, мита, ПДВ, інших податків та зборів	Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід); ряд. 2090 "Валовий прибуток" / ряд. 2095 "Валовий збиток"; ряд. 2000 "Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)"; звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід); ряд. 2190 "Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток" / 2195 "Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток"; ряд. 2130 "Адміністративні витрати", ряд. 2150 "Витрати на збут", ряд. 2180 "Інші операційні витрати";
	1.2. Рентабельність капіталу	Розраховується як відношення прибутку від операційної діяльності до капіталу (сума необоротних та оборотних активів, крім поточних фінансових інвестицій і грошових коштів та їх еквівалентів, крім поточних зобов'язань	звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід); ряд. 2190 "Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток" / 2195 "Фінансовий результат від операційної діяльності: збиток";
	1.3. Податки та інші платежі державі, тис. грн	Розраховується як сума зобов'язань перед державою за податками та платежами за відповідний звітний період	баланс (Звіт про фінансовий стан): ряд. 1300 "Баланс"; ряд. 1160 "Поточні фінансові інвестиції", ряд. 1165 "Гроші та їх еквіваленти";
	1.4. Витрати на охорону навколишнього середовища, тис. грн	Розраховується як сума всіх видів витрат, спрямованих на запобігання, скорочення чи ліквідацію забруднення, інших видів шкідливого впливу господарської та іншої діяльності на навколишнє природне середовище, при наданні послуг чи використанні продукції, а також на збереження біорізноманіття та середовища існування	форма державного статистичного спостереження № 1 – екологічні витрати (річна) "Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічні платежі", затверджена наказом Держкомстату України 24.10.2006 № 494;
	1.5. Втрати, спричинені призупинення інвестиційних проєктів внаслідок надзвичайних ситуацій, тис. грн	–	податкова декларація з податку на прибуток підприємств, затверджена наказом Міністерства фінансів України від 20.10.2015 №897, та інші форми податкової звітності, що складаються підприємством

Закінчення додатку 2

Критерії	Показники	Алгоритм розрахунку	Інформаційні джерела
	1.6. Сума залучених кредитних ресурсів в умовах надзвичайних ситуацій, тис. грн	-	
2. Скорочення працівників внаслідок надзвичайних ситуацій	2.1. Коефіцієнт скорочення персоналу, % 2.2. Кількість випадків травматизму працівників, спричинених надзвичайними ситуаціями, од.	-	Статистична звітність (форма державного статистичного спостереження № 1-ПВ (квартальна) "Звіт з праці", затвердженої наказом Державної служби статистики України від 25.06.2021 № 135); дані бухгалтерського обліку

Додаток 3
до Порядку проведення оцінки
допустимості державної допомоги

ФОРМА
оцінки допустимості державної допомоги

Критерій	Показники	Оцінка експертів (від 0 до 5)	Розрахункове значення показника допустимості державної допомоги
Група “Спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги”			
Критерій 1	Показник 1	Від 0 до 5	$I_1 = \frac{\sum_{i=1}^n \text{оцінки за усіма показниками}}{\text{кількість показників за критеріями}}$
...	...	...	
Критерій n	Показник n	Від 0 до 5	
Група “Критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб”			
1. Внесок у забезпечення охорони навколишнього середовища в умовах надзвичайних ситуацій	1.1. Скорочення обсягів водокористування, тис. куб. м 1.2. Скорочення обсягів небезпечних відходів, тис. т 1.3. Скорочення викидів парникових газів, тис. т	Від 0 до 5	$I_2 = \frac{\sum_{i=1}^n \text{оцінки за усіма показниками}}{\text{кількість показників за критеріями}}$
2. Внесок у розвиток людського потенціалу в умовах надзвичайних ситуацій	2.1. Витрати на оплату лікарняних, здійснених під час кризових явищ, тис. грн 2.2. Витрати, здійснені на створення безпечних умов праці за кризових явищ, тис. грн 2.3 Витрати на благодійність, тис. грн 2.4. Витрати на навчання працівників з питань охорони праці, тис. грн	Від 0 до 5	
3. Внесок у розвиток та підтримку місцевих громад в умовах надзвичайних ситуацій	3.1 Частка місцевих закупівель, %	Від 0 до 5	

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення додатку 3

Група "Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств"			
1. Скорочення обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій	1.1. Валова рентабельність діяльності підприємства	Від 0 до 5	$I_3 = \frac{\sum_{i=1}^n \text{оцінки за усіма показниками}}{\text{кількість показників за критеріями}}$
	1.2. Рентабельність капіталу	Від 0 до 5	
	1.3. Податки та інші платежі державі, тис. грн	Від 0 до 5	
	1.4. Витрати на охорону навколишнього середовища, тис. грн	Від 0 до 5	
	1.5. Втрати, спричинені призупинення інвестиційних проєктів внаслідок надзвичайних ситуацій, тис. грн	Від 0 до 5	
	1.6. Сума залучених кредитних ресурсів в умовах надзвичайних ситуацій, тис грн	Від 0 до 5	
2. Скорочення працівників внаслідок надзвичайних ситуацій	2.1. Коефіцієнт скорочення персоналу, % 2.2. Кількість випадків травматизму працівників, спричинених надзвичайними ситуаціями, од.	Від 0 до 5	
Інтегральний показник допустимості державної допомоги:			$I_{AAA} = \frac{\sum_{i=1}^n I_i^n}{3}$

■ Розділ 21

ОЦІНКА ВПЛИВУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ІНДИКАТОРИ

21.1. Вплив монетарної політики на економічні індикатори

Криза COVID-19 стала серйозним викликом для центральних банків. Реагуючи на пов'язані з нею фінансові потрясіння та падіння економічної активності, монетарні органи по всьому світу запровадили широкий набір заходів (Grabowski, Janus, & Stawasz-Grabowska, 2023), значна частина яких була спрямована на реалізацію так званої політики кількісного пом'якшення.

На відміну від попередніх фінансових криз, цього разу у відповідь на пандемію центральні банки країн, що розвиваються, зокрема країн Центральної та Східної Європи (ЦСЕ), які входять до ЄС, а також інших країн Східної Європи вдалися до активної монетарної політики. Унаслідок довготривалої м'якої монетарної політики процентні ставки опинилися на рівні, близькому до нуля. Це стало передумовою розгортання інфляційних процесів, спровокованих порушенням балансу попиту й пропозиції на світових ринках через пандемію та війну.

Російське вторгнення посилює й без того майже рекордне зростання споживчих цін через пандемію коронавірусу та розрив ланцюгів постачання. До вторгнення багато експертів очікували, що швидке зростання цін буде тимчасовим (Marcin, 2022). Тепер залишилося мало сумнівів, що інфляція може посилитися, й це ще більше скоротить реальні доходи домогосподарств протягом наступних років. У зв'язку з таким зростанням фактичного та прогнозованого показників інфляції, хоч і з певною затримкою, центробанки всіх груп країн Європи були вимушені підвищити свої ключові ставки. При цьому помітно, що ЄЦБ досить довго намагався уникнути підвищення ставки з огляду на тривалий період низької інфляції в країнах Західної Європи (рис. 21.1).

Фактично процентна політика в розвинутих країнах у тривалому періоді, з 2011 до 2021 рр., забезпечувала утримання ключової ставки близько до нейтральної або була стимулюючою. На відміну від розвинутих країн, у країнах ЦСЕ та Східної Європи центробанки активніше відповідали на сплески інфляції проведенням більш жорсткої монетарної політики (рис. 21.2).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ



Рис. 21.1. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено)
та показника інфляції в країнах Західної Європи у 2008–2022 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

Таким чином, період стимулюючої процентної політики в країнах Східної Європи, що увійшли до ЄС і зберегли власні валюти, був значно коротшим (фактично лише протягом 2017–2021 рр.). Це, з одного боку, відображає природно вищі країнні ризики цієї групи, а з другого – їхні обмежені можливості щодо застосування стимулюючої монетарної політики.

Враховуючи високу інфляцію в усьому світі, ЄЦБ разом із більшістю інших центробанків відповів збільшенням процентних ставок. Масштаби й темпи підвищення процентної ставки ЄЦБ є безпрецедентними (зростання на 3,75 в. п. лише за 11 мі-

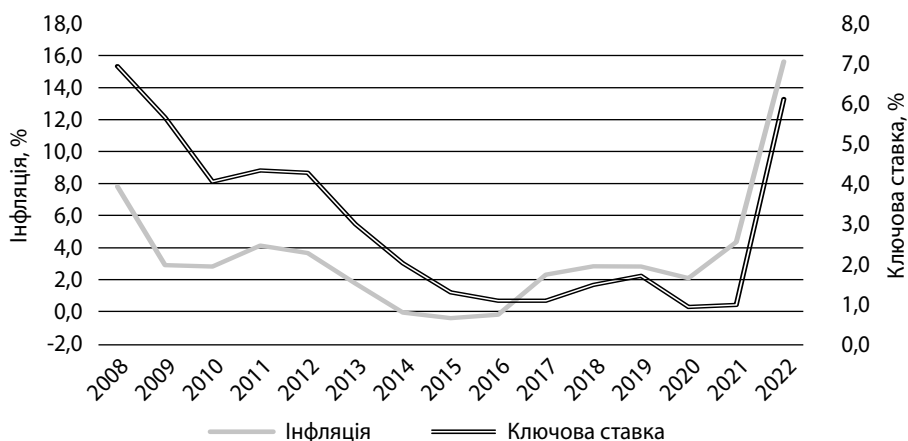


Рис. 21.2. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено)
та показника інфляції в країнах ЦСЄ у 2008–2022 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

сяців; для порівняння: у 2005–2007 рр. в єврозоні ставки зросли на 2 в. п. протягом 21 місяця). Таке інтенсивне підвищення процентних ставок є значним посиленням позиції монетарної політики, що відображає серйозні виклики ціновій стабільності.

Вплив процентної політики на економічну активність. У групі країн Західної Європи протягом 2008–2022 рр. зниження ключових ставок супроводжувалося приростом ВВП, хоч і з невисокими темпами (рис. 21.3).

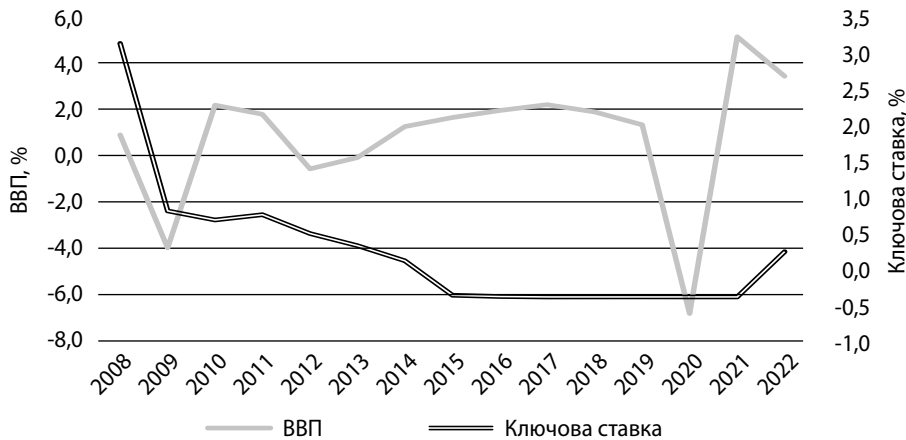


Рис. 21.3. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено) та ВВП у країнах Західної Європи у 2008–2022 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

Наразі можна підсумувати, що у 2023 р., після дещо несподівано прискореного відновлення після пандемії COVID-19, економіки ЄС стикаються з новою перешкодою – різким злетом цін на енергоносії та продукти харчування. Економічне зростання в ЄС із середини 2022 р. майже зупинилося, тоді як єврозона пережила помірну технічну рецесію.

На цьому тлі центральні банки вдалися до безпрецедентного підвищення процентних ставок. Такий підхід погіршив умови фінансування та, найімовірніше, уповільнив зростання. Водночас ринки праці виявились особливо стійкими, з історично низьким рівнем безробіття, що підкреслює рекордно жорсткий ринок праці. Це вказує на посилення тиску на заробітну плату, тоді як дані свідчать про те, що прибутки корпорацій спричинили більш ніж половину недавнього зростання внутрішніх цін¹. У перспективі збереження підвищених ставок в ЄС і ЦСЄ, певно, буде доповнено жорсткішою макроекономічною політикою.

Разом із тим зміна ключових ставок у країнах, що розвиваються (на прикладі групи країн ЦСЄ), у цей період мала кілька особливостей. По-перше, цікаво відзна-

¹ Monitoring the EU's economic recovery: Economic growth stalls as monetary tightening bites / European Parliament. 2023. July 4. URL: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2023\)747902](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2023)747902).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

чити симетричні з розвинутими країнами зміни: нижньої межі ставки сягнули майже одночасно з розвинутими країнами, у 2015 р. По-друге, спостерігалася помітно більша волатильність ставки й ВВП, що вказує на меншу економічну стабільність цієї групи країн. По-третє, волатильність ВВП у цілому ряді випадків мала протилежну спрямованість, ніж зміна процентних ставок (рис. 21.4).

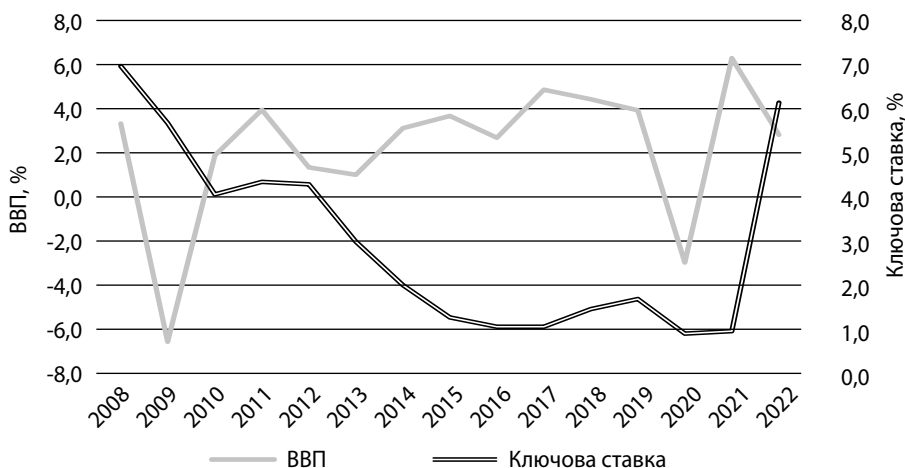


Рис. 21.4. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено)
та ВВП у країнах ЦСЄ у 2008–2022 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

Зазначене свідчить про те, що за різної структури економіки розвинутих країн і тих, що розвиваються, їх монетарна політика (передусім її процентна складова) не може задовольнятися тим самим функціоналом та інструментарієм.

Отже, процентна політика виступає дієвим інструментом, особливо в частині тамування економічної активності. Низькі процентні ставки чинять менш однозначний вплив на динаміку ВВП у напрямі зростання. Імовірна причина криється у відмінних структурних параметрах економік та різній функціональній спроможності фінансових ринків, що підтверджують виявлені розбіжності за групами країн із різним рівнем економічного розвитку.

Вплив процентної політики на динаміку рівня безробіття. Наразі вплив монетарної політики на рівень безробіття ускладнений переважанням шоків пропозиції над попитом (Bodenstein, & Zhao, 2019). Більша вага шоків пропозиції порівняно із шоками попиту та певні негаразди на ринку праці на цьому етапі утруднюють пошук компромісів між інфляцією й зайнятістю засобами монетарної політики.

У групі розвинутих країн динаміка ключових ставок відносно динаміки рівня безробіття не відображає помітного зв'язку (рис. 21.5).

З огляду на, певно, вищий рівень натурального безробіття, підтриманого соціальними гарантіями, складно підтвердити дієвість процентної ставки щодо забез-

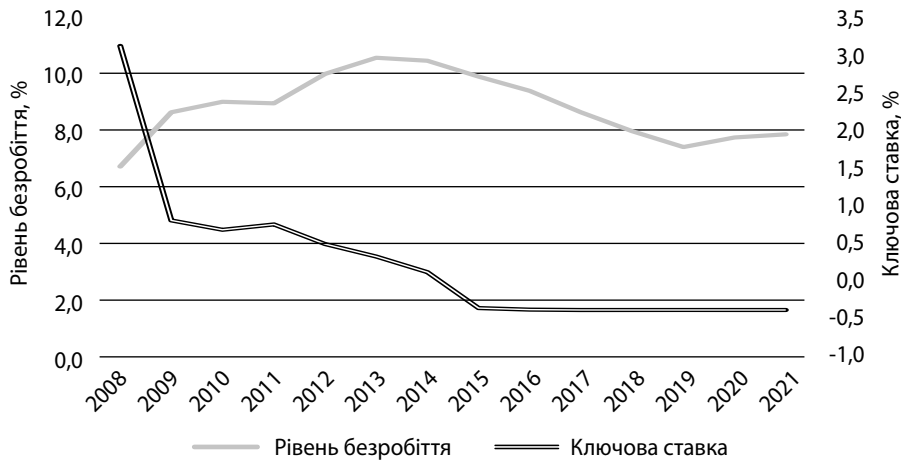


Рис. 21.5. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено) та рівня безробіття в країнах Західної Європи у 2008–2021 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

печення максимальної зайнятості в групі розвинутих країн Західної Європи. Також на взаємодію між шоками пропозиції та стратегіями компенсації зниження ділової активності істотно впливає наявність жорсткості номінальної заробітної плати. Водночас у групі країн, що розвиваються (рис. 21.6), синхронність рівнів ключової ставки й безробіття виражено досить наочно.

Поясненням цього є те саме, що й стосовно ВВП, – структурні характеристики економік і функціонал фінансового ринку. Значну частку безробіття в країнах, що

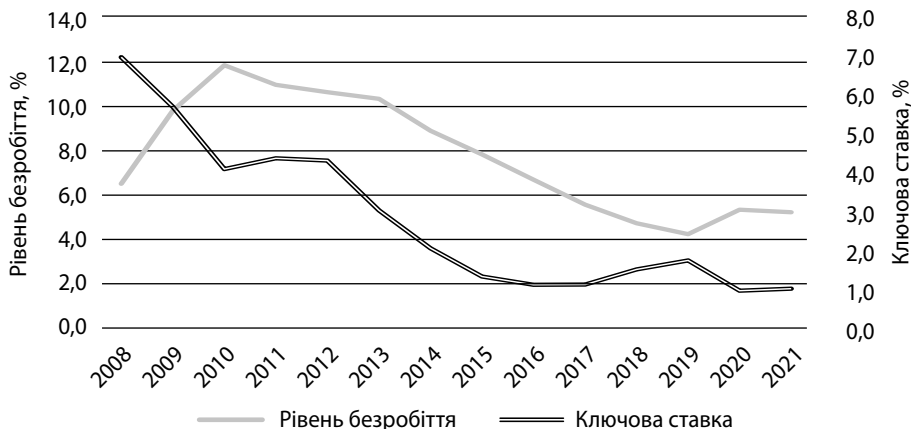


Рис. 21.6. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено) та рівня безробіття в країнах ЦСЄ у 2008–2021 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

розвиваються, абсорбує малий бізнес. Для його розвитку або скорочення вартість кредитів виявляється одним із критичних факторів (Lukács, 2005). Тож у країнах ЦСЄ здешевлення чи подорожчання кредитування безпосередньо впливає на чисельність зайнятих у малому бізнесі.

Вплив процентної політики на стан суверенних боргів. Знижений рівень процентних ставок протягом майже 15 років сприяв нарощенню суверенних боргів (Rogoff, 2020). Проте після підвищення ключових ставок у 2022 р. державний борг ЄС зменшився. В єврозоні (19 країн) відношення державного боргу до ВВП скоротилося з 95,5 % на кінець 2021 р. до 91,6 % на кінець 2022 р., а в ЄС – з 88 до 84 % відповідно¹. При цьому в групі розвинутих країн помітна залежність між зменшенням процентної ставки та збільшенням державного боргу (рис. 21.7): зниження процентної ставки стимулює державні запозичення (Blanchard, 2019).

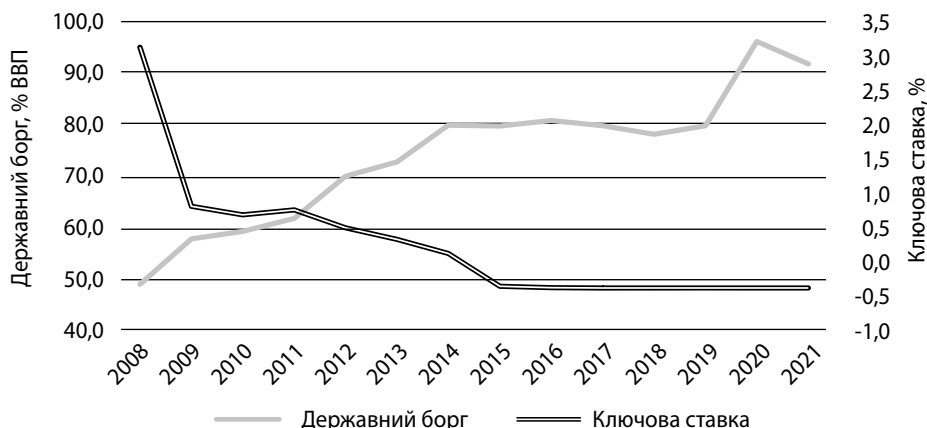


Рис. 21.7. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено)
та державного боргу в країнах Західної Європи у 2008–2021 рр., %

По будовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

У країнах, що розвиваються, така залежність виражена менш яскраво (рис. 21.8), оскільки приріст державного боргу у них здебільшого визначається реальними потребами фінансування бюджетного дефіциту в періоди криз.

Натомість у бідніших країнах (на прикладі країн Східної Європи) рівень державного боргу визначається станом економіки та її зростанням. Під дією кризових шоків збільшуються як процентні ставки, так і обсяги державних запозичень, незалежно від їх вартості.

Загалом процентна політика центробанків європейських країн у період пандемії була ефективною в частині зниження прибутковості суверенних облігацій.

¹ Government finance statistics / Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data>.

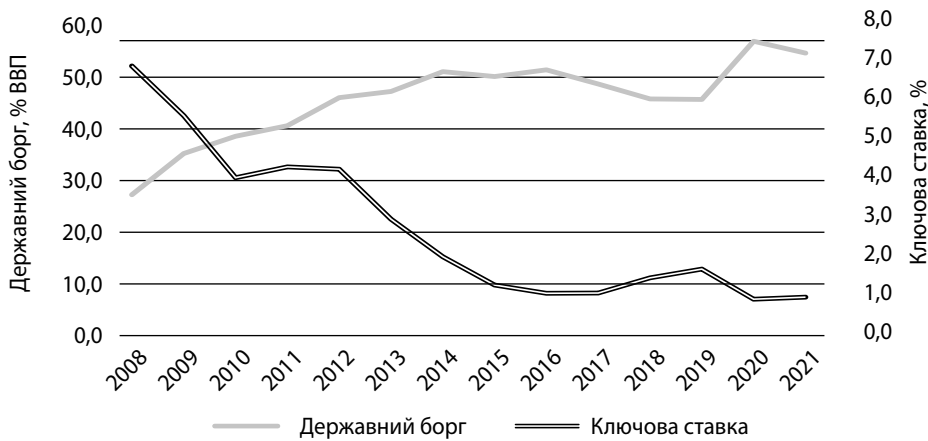


Рис. 21.8. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено)
та державного боргу в країнах ЦСЄ у 2008–2021 рр., %

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

Водночас її ефективність залежала не лише від характеристик окремих програм, а й від довіри до центрального банку та частки державних цінних паперів (не)резидентів.

Вплив процентної політики на стан платіжного балансу. Однією з головних макроекономічних цілей монетарної політики в будь-якій країні світу є підтримання бездефіцитного платіжного балансу з метою збереження стабільного курсу національної валюти. Динаміка сальдо поточного рахунку платіжного балансу аналізованих груп країн чітко відображає структурні відмінності між їхніми економіками: перманентно додатне сальдо в розвинутих країнах і від’ємне в тих, що розвиваються.

За актуального підходу до побудови монетарної політики зниження ключових процентних ставок стимулюватиме імпорт, тобто від’ємне сальдо платіжного балансу. Проте приклад розвинутих країн не підтверджує цей постулат (рис. 21.9).

У групі розвинутих економік зниження процентних ставок забезпечує підтримку економічної активності, яка в індустріально розвинутих країнах супроводжується збільшенням обсягів експорту, а отже, й підтримкою додатного сальдо поточного рахунку.

Проблематичність детермінації впливу монетарної політики на платіжний баланс пов’язана передусім із тим, що економіка має складну структуру, здатну змінюватися, наприклад під впливом цінових шоків на сировинні товари. Структурні зміни в економіці мають серйозні наслідки для монетарної політики. Загалом дослідники здебільшого погоджуються з тезою, що монетарні важелі впливають на платіжний баланс виключно в довгостроковій перспективі та не працюють у короткостроковому періоді часу (Angrick, 2015).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

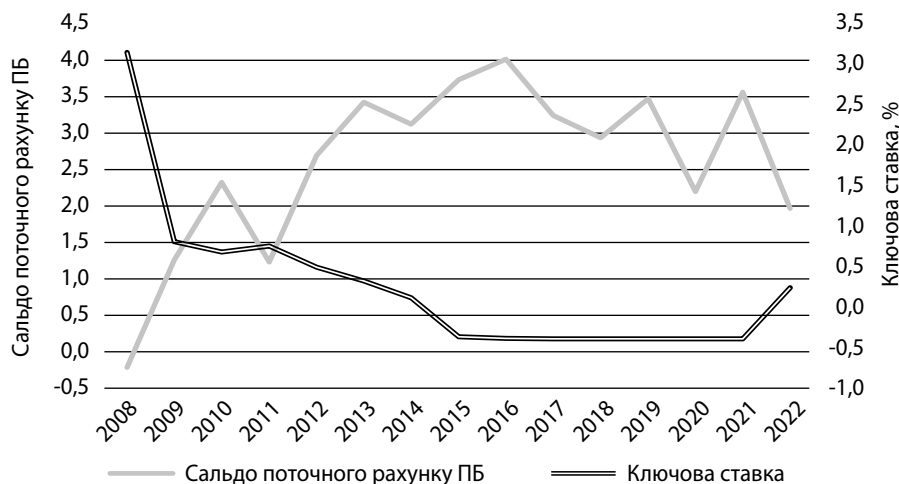


Рис. 21.9. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено) та сальдо поточного рахунку платіжного балансу в країнах Західної Європи у 2008–2022 рр., %

По будовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

Серед країн, що розвиваються, помітна зворотна реакція, як і передбачено класичною теорією, – зниження ставки здебільшого підтримує імпорт (рис. 21.10).

Лише короткий період глобальної пандемії продемонстрував зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу в бідніших країнах Східної Європи на тлі зниження в них ключових ставок. Зрештою, й ця частина аналізу підкреслює велике значення структурних параметрів національної економіки.

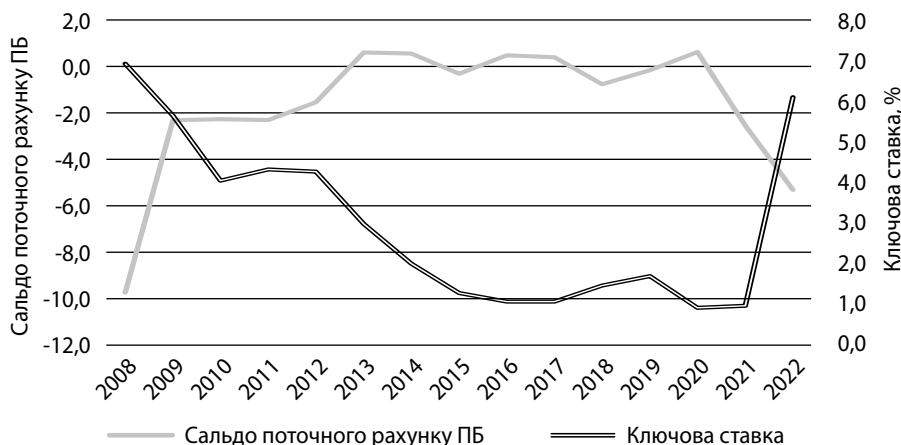


Рис. 21.10. Порівняння динаміки ключової ставки (усереднено) та сальдо поточного рахунку платіжного балансу в країнах ЦСЄ у 2008–2022 рр., %

По будовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

21.2. Вплив послаблення регуляторних вимог центробанків країн Східної Європи на показники кредитного навантаження та монетизації національних економік

Пруденційна політика країн, прийнята під час пандемії, декількома способами впливала на рішення банків щодо кредитування. Регуляторні заходи пом'якшення умов на фінансових ринках у банківському секторі мали три основних напрями:

- пом'якшення вимог до позичальників;
- пом'якшення нормативів діяльності банків;
- законодавчі ініціативи, націлені на спрощення процедур і відтермінування банкрутства.

Пом'якшення вимог до позичальників. Через брак часу та інформації для підготовки деталізованих і адресних заходів реагування більшість регуляторів впровадили загальні заходи порятунку позичальників, включаючи суцільний мораторій на платежі за кредитами (а також на звернення стягнення на закладене майно, виселення з орендованих приміщень та банкрутство). Ці схеми було введено в переважній частині країн ЦСЄ. Зокрема, у Болгарії, Хорватії, Чехії, Угорщині, Польщі, Румунії, Сербії й Словаччині було запроваджено тимчасові мораторії на платежі, хоч і з істотними відмінностями в загальній структурі та механізмі обов'язковості виконання банками.

Мораторії різного типу було також уведено в країнах Південного Кавказу (Вірменії, Азербайджані й Грузії); Центральної Азії (Казахстані, Киргизстані, Таджикистані та Узбекистані), Україні й Туреччині. В окремих юрисдикціях окрім цього було запроваджено так звані мораторії на примусове стягнення (тимчасове законодавче становище, яке забороняє кредиторам стягувати заставу, коли боржник оголосив дефолт унаслідок кризи).

У низці країн за ініціативи регуляторів запроваджено пільгові умови, кредитні канікули для позичальників. Так, Управління з фінансового регулювання (FCA) Великобританії запровадило пакет цільових тимчасових заходів для підтримки клієнтів, що постраждали від коронавірусу, включаючи заморожування платежів за кредитами та кредитними картками на термін до трьох місяців.

Регулювання нормативів діяльності банків. Період, що передував фінансовій кризі 2008–2009 рр., характеризувався надмірним збільшенням балансів банків відносно їхнього капіталу (надмірний леверидж). Під час фінансової кризи збитки та дефіцит фінансування змусили банки істотно зменшити свій леверидж протягом короткого періоду часу. Унаслідок цього посилився тиск на ціни активів, спричинивши додаткові збитки для банків, що призвело до подальшого зменшення їхнього капіталу. Кінцевими результатами такого розвитку подій стали зниження доступності кредитів для реальної економіки та глибша й триваліша криза.

Широкі, своєчасні фінансові й монетарні заходи, упроваджені протягом 2020 р., було вдало доповнено діями органів фінансового нагляду та регуляторів, включаючи Базельський комітет. Ці дії гарантували, що установи зможуть і далі фінансувати економіку й покривати збитки, які поки що були не дуже значними. Були

певні зміни в часовому графіку, але Базельський комітет приділяв велику увагу продовженню перехідних періодів для впровадження нових підходів до класифікації кредитних збитків за системою бухгалтерського обліку МСФЗ. Швидке прийняття Положення про вимоги до капіталу (The Capital Requirements Regulation, CRR) також великою мірою допомогло банкам впоратися з кризою.

Узагалі Базельським комітетом було запроваджено новий інструмент регулювання, а саме коефіцієнт левериджу, який є співвідношенням капіталу банку та його ризиків. Спочатку банки просили лише розраховувати його, повідомити про це свої наглядові органи й оприлюднити результати. Згодом у рамках CRR цю вимогу було запроваджено де-юре, й вона почала діяти з 28 червня 2021 р. Відповідно до підходу Базельського комітету, CRR надає право тимчасово виключати резерви центрального банку з розрахунку коефіцієнта левериджу як виняток. Таке право може бути надано компетентними органами на обмежений період часу, що не перевищує одного року. Будь-який вплив виключення повністю компенсується за допомогою механізму, який пропорційно підвищує вимоги до індивідуального левериджу кредитних установ.

Водночас збереження високих вимог до капіталу зумовило певне обмеження кредитної підтримки реальної економіки. За оцінками представників ЄЦБ, 200 млрд євро в резервах відповідають майже 2,1 трлн євро кредитів. Це приблизно втричі перевищує 700 млрд євро, запланованих на відновлення економіки ЄС після попередньої кризи. Саме тому на початку кризи COVID-19 регуляторні й наглядові органи забезпечили гнучкість регулювання, щоб вивільнити капітал та дати змогу банкам більше кредитувати економіку¹.

Державні гарантії та мораторії на виплати за кредитами позичальників стали важливими заходами центральних банків із підтримки позичальників, які постраждали від пандемії. Висловлювалися занепокоєння, що пруденційні правила класифікації проблемних кредитів (визначення меж настання дефолту й відстрочення кредиту відповідно до CRR могли перешкодити широкому впровадженню цих заходів. Тому ЄС надав спеціальне роз'яснення, як пруденційні правила класифікації проблемних кредитів можуть включати ці заходи згідно із заявами і вказівками європейського банківського органу (ЕБА) та ЄЦБ².

Ці, а також інші регуляторні ініціативи мали на меті допомогти громадянам і підприємствам подолати шоки, спричинені пандемією коронавірусу. В їхніх рамках країни ЄС та інші країни Східної Європи запровадили заходи, що надавали дозвіл як фізичним, так і корпоративним позичальникам відстрочити погашення своїх кредитів на обмежений період (наприклад, на три або шість місяців) без порушення процедур

¹ Regulation / EUROFI Seminar. 2021. April. URL: https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2021/08/how-should-basel-banking-standards-evolve-now_summary_lisbon-virtual-seminar-april-2021.pdf.

² Guidelines on reporting and disclosure of exposures subject to measures applied in response to the COVID-19 crisis (EBA/GL2020/07). 2020. June 2. URL: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/884434/EBA%20GL%202020%2007%20Guidelines%20on%20COVID%20-19%20measures%20reporting%20and%20disclosure.pdf.

банкрутства. Такі мораторії (призупинення виплат) виявились ефективним інструментом подолання короткострокових труднощів, пов'язаних із браком ліквідності, припиненням діяльності багатьох компаній і фізичних осіб унаслідок пандемії.

Згадані мораторії було доповнено регуляторною політикою центральних банків, які вимагали не оцінювати такі кредити за відповідними критеріями оцінки ризиків: поки ці кредити задовольняють низку умов, затримка платежів за ними не впливає на класифікацію позик. На рівні ЄС вказані спеціальні умови було визначено в рекомендаціях ЕВА від 2 квітня 2020 р. щодо мораторіїв на платежі за кредитами, які також мали на меті забезпечити однакове ставлення до мораторіїв, незалежно від форми власності позичальників, якщо в них спільна мета й подібні характеристики.

Окрема група регуляторних послаблень на законодавчому рівні стосувалася непрацюючих кредитів (NPL), що залишились у спадщину від останньої фінансової кризи в Європі. Хоча в деяких державах частка таких кредитів залишалася високою, за останні роки було досягнуто помітного прогресу: банки зміцнили свої баланси, знизили рівень непрацюючих кредитів і підвищили операційну ефективність. Якість активів поліпшилась, а частка зазначених кредитів істотно скоротилася.

Розгортання пандемії від самого початку призвело до змін у роботі банківських систем різних країн. Уже перших три тижні березня 2020 р. стали безпрецедентним стрес-тестом на спроможність банків надавати фінансові послуги в умовах карантинних обмежень. Аналіз показує, що великі банки під час кризи COVID-19 зазнали більших скорочень, ніж малі. Для останніх надходження депозитів було достатньо для задоволення попиту на кредити.

Моделювання майбутніх напрямів розвитку банківського ринку після кризи коронавірусу свідчить, що значне зниження коефіцієнтів капіталу може серйозно обмежити пропозицію кредиту в майбутньому. Криза COVID-19 також зробила помітнішими деякі недоліки в банківському секторі ЄС і прискорила певні тенденції, що впливають на галузь. Отже, безпосередніми наслідками пандемії для банківських ринків стали:

- довгостроковий вплив карантину на поведінку клієнтів і банківські продукти;
- зменшення використання готівки та подальший перехід до інноваційних методів оплати;
- погіршення якості позичальників через зниження платоспроможності;
- подальший розвиток платіжних послуг небанківськими конкурентами (тіньовий банкінг);
- прискорення цифровізації фінансових послуг;
- зростання ризиків кібершахрайства;
- падіння вартості активів, зокрема заставної нерухомості, цінних паперів страхових компаній тощо.

У цьому розумінні криза може стати каталізатором реструктуризації та зробити банки стійкішими й ефективнішими. Окремі проблеми є загальними для сек-

тору, тоді як інші можуть бути більш ідіосинкратичними. Аналіз ЕВА показує, що сектор загалом є стійким, але банки, які увійшли в кризу з нижчим рівнем капіталу, поганими бізнес-моделями та вищими ризиками, можуть зіткнутися з більшими проблемами. Потреба в розв'язанні проблеми дуже великих банків і надмірної консолідації банківського сектору ставатиме дедалі важливішою. Хоча попереду очікують дуже серйозні виклики, криза може стати каталізатором усунення наявних вразливостей.

Одним із визначальних трендів розвитку банківського сектору внаслідок COVID-19 слід визнати розвиток цифровізації. Використання на ринку фінансових послуг інформаційних технологій не лише забезпечило підтримку роботи банківських установ, а й позначило їх альтернативу. Розвиток криптовалют і тіньового банкінгу можуть змінити правила гри для банків. Це могло б знизити їхні витрати та допомогти їм перейти до більш стійких бізнес-моделей, але тільки за умови грамотного управління ризиками та оцінки їх із використанням штучного інтелекту.

COVID-19 спонукав роздрібних продавців і клієнтів зменшити використання готівки, щоб уникнути будь-яких непотрібних контактів, спричинивши прискорення переходу до цифрових платежів, включаючи безконтактні рішення, такі як Apple Pay і Google Pay. Постачальники платіжних послуг очікували, що після закінчення пандемії частка готівки становитиме лише до 30 % обсягу її використання до коронавірусу.

Непрямі наслідки. Криза COVID-19 також спричинила значне збільшення використання цифрових платформ банками для продажу продуктів і розширення своєї клієнтської бази. Сюди входять сайти, на яких порівнюються продукти, пропонувані кількома установами; платформи, якими керують банки для надання доступу до послуг сторонніх розробників, а також ті, що продають нефінансові товари й пропонують банківські послуги як побічний продукт; екосистеми, котрі забезпечують єдину точку входу до багатьох сторонніх послуг, і “активатори” (надання доступу до платежів та інших послуг і використання даних для розширення послуг).

Цифрові платформи можуть створити нові форми фінансової й операційної залежності між банками та нефінансовими гравцями. Крім того, останні традиційно менш регульовані й можуть спричинити певний “ступінь ризику” для банків, які зазнають репутаційної шкоди, якщо послуги, що надаються через цифрові платформи, будуть порушені. Ця залежність може бути посилена мережевою економікою, котра винагороджує великі платформи, та антиконкурентною поведінкою, що призводить до високої концентрації ринку.

Здатність охопити нових клієнтів також може створити проблеми з точки зору неправильного продажу, ризику поведінки та захисту клієнтів. Оскільки дистанційна робота, віддалені транзакції й вертикальна інтеграція із зовнішніми платформами набирають обертів, банки стають дедалі вразливішими до кіберзлочинності (згідно з деякими оцінками, за перші тижні пандемії COVID-19 кількість атак на ІТ-структури фінансового сектору нібито зросла на 238 %) (Ma, & McKinnon, 2022).

Наслідки для банківського нагляду. З огляду на викладене ймовірно видається зміна пріоритетів нагляду з метою:

- урахування складніших бізнес-моделей, які стали збитковими;
- сприяння злиттю та поглинанню як способу забезпечення й плавного виходу з ринку для установ, ослаблених новим економічним і технологічним контекстом;
- сприяння конкуренції, одночасно гарантуючи, що нові учасники не користуються жодними невинуватими порівняльними перевагами та що ризики однаково враховано, незалежно від типу установи;
- захисту споживачів та інших користувачів фінансових послуг, оскільки штучний інтелект і великі дані створюють нові ризики для конфіденційності й фінансової доступності.

У зв'язку з пандемією COVID-19 монетарні регулятори вжили низку заходів для підтримки потоку кредитів. Безумовно, ключову роль у цьому відіграло монетарне пом'якшення та масштабне рефінансування. Проте регуляторні заходи, які посилили кредитну спроможність банків шляхом збереження їхнього капіталу, лібералізації оцінки ризиків і обліку збитків, теж мали певний вплив.

Наукові дослідження засвідчили, що всі ці заходи сприяли зростанню кредитування. Банки, які завдяки регуляторним послабленням підвищили свою кредитну спроможність, розширили кредитування більшою мірою. Порівняння показників звітності й темпів приросту кредитів це підтвердило (Casanova, Hardy, & Open, 2021). Скориставшись такими програмами, малі та середні підприємства розширили свої запозичення, особливо ті, які працюють у секторах, що сильно постраждали від пандемії.

Специфіка полягала в тому, що вплив регуляторних послаблень значною мірою залежав від попередньої політики. Країни, що проводили жорсткішу регуляторну політику на попередньому етапі, в умовах пандемії мали більше можливостей для лібералізації вимог. Така політика була характерна для країн, що розвиваються. Тимчасом у розвинутих країнах державні органи мали ширший фіскальний простір і покладалися на масштабну емісію.

Загалом фінансування програм кредитування було запроваджено в переважній частині європейських країн (багато з них підпадають під програму ЄЦБ) та лише приблизно в 20 % країн, що розвиваються.

Для аналізу обрано країни ЦСЄ. Їх можна умовно поділити на три групи: країни, що входять до зони євро, країни – члени ЄС, які зберегли національні валюти, та інші. Очікуваним ефектом регуляторної політики в банківському секторі під час пандемії стало розширення грошової пропозиції й кредитної підтримки економіки. Отже, слід очікувати зростання показника широких грошей (в ЄС найпоширенішим показником є M2) та кредитного навантаження в економіці.

Потрібно зробити два зауваження: по-перше, країни, що входять до зони євро, оперують загальною грошовою масою, тому виокремлювати серед них показник M2 немає сенсу; по-друге, країни – члени ЄС, які зберегли національні валюти, в умовах кризи COVID-19 користувалися масштабною фінансовою підтримкою ЄС. Це дало їм істотну перевагу, на що потрібно зважати. Динаміку M2 в країнах вибірки наведено в табл. 21.1.

Таблиця 21.1

**Динаміка показника монетизації (M2) економік Центральної
та Східної Європи напередодні та під час розгортання кризи COVID-19, % ВВП**

Країна	2018	2019	2020	2021
Чехія	83,1	82,5	92,0	91,9
Болгарія	84,8	85,1	94,2	90,5
Польща	68,0	68,4	78,0	75,6
Угорщина	59,1	58,1	69,3	72,0
Сербія	51,4	52,1	60,6	60,3
Вірменія	46,1	47,2	54,4	54,5
Грузія	46,5	49,5	61,7	56,4
Румунія	39,7	39,7	45,7	47,5
Україна	35,9	36,2	43,8	38,0
Казахстан	33,7	30,7	35,3	35,9
Узбекистан	19,6	17,9	18,5	19,7

Складено за: World bank / World Development Indicators. URL: <https://databank.worldbank.org>.

Порівняно з докризовими 2018–2019 рр. рівень монетизації економік залежно від наявності доступу до зовнішнього фінансового ресурсу відрізняється кардинально. Усі країни – члени ЄС на попередньому етапі мали вищий рівень монетизації, а в умовах кризи COVID-19 він зріс ще більше. Водночас країни, що не входять до ЄС і не можуть покладатися на додаткове джерело коштів, у період 2020–2021 рр. не лише не збільшили обсяг грошової пропозиції в економіці, а навпаки, як правило, зменшили.

За таких умов динаміка кредитної пропозиції в економіці в обраних групах країн, включаючи країни – члени ЄС, що входять до єврозони, видається парадоксальною (рис. 21.11).

Як бачимо, динаміка кредитного навантаження є досить відмінною. У низці країн, що не належали до зони євро та не мали її фінансової підтримки, рівень кредитів у економіці під час кризи COVID-19 зростав значно вищими темпами. Передусім це помітно в Грузії, Вірменії, Узбекистані. В Україні кредитування продовжувало скорочуватися.

21.3. Оцінка кореляції облікової ставки центральних банків Європи та динаміки ВВП у 2020–2023 роках

У періоди кардинальних змін оцінка природи шоків, що в їх основі, має вирішальне значення для макроекономічного аналізу й прогнозування. Прогноз реальних макроекономічних змінних та інфляції залежить від того, чи оцінюється розвиток реальної економіки як зумовлений ефектами попиту (тобто такими, що сприяють спільному руху реальної економіки й інфляції), чи факторами пропозиції (тобто

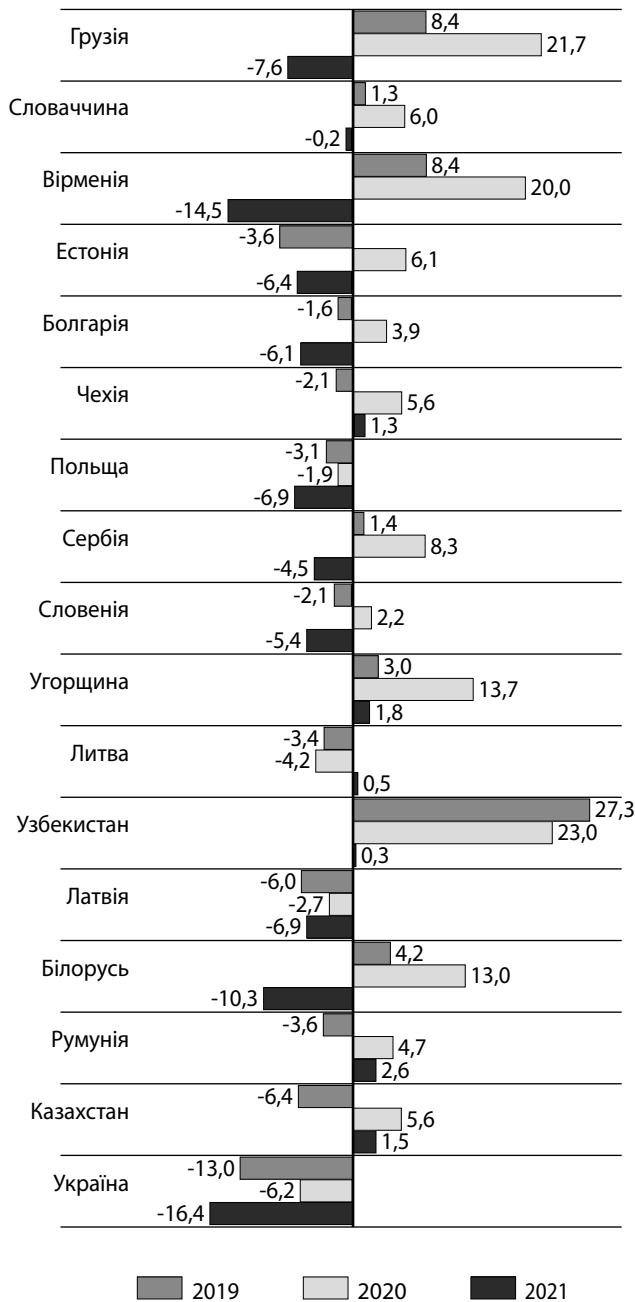


Рис. 21.11. Динаміка показника кредитного навантаження (банківські кредити до ВВП) економік Центральної та Східної Європи під час пандемії COVID-19

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

тими, які спричиняють рух інфляції та реальної економіки в протилежних напрямках). Ця оцінка є ключовою для розробників монетарної політики при підготовці відповідної реакції. Необхідність правильно інтерпретувати природу шоку є ще важливішою у випадку пандемії коронавірусу, оскільки це криза, яка за своїми причинами, масштабами та тривалістю не має аналогів у сучасній економічній історії.

Політика урядів і центральних банків у перший рік пандемії була стимулюючою, тобто спрямованою на підвищення попиту. Уряди окремих країн відреагували на цей шок навесні 2020 р. масштабною фінансовою експансією, найчастіше у формі політики вирівнювання доходів та схем збереження робочих місць, що супроводжувалося різким зниженням процентних ставок монетарною владою або подальшим пом'якшенням монетарних умов, включаючи використання нетрадиційних інструментів. На нашу думку, це була правильна реакція на початку пандемії, коли існувала величезна невизначеність щодо характеру шоку. Була просто нагальна потреба в тому, щоб запобігти обвалу економіки в ситуації масової й безпрецедентної невизначеності. У цей час факти почали вказувати на те, що економічна динаміка під час і, тим більше, після пандемії була далекою від дефляційного скорочення (табл. 21.2).

Таблиця 21.2

Показники річного приросту ВВП у країнах Єврозони напередодні та під час пандемії COVID-19, %

Країна	2018	2019	2020	2021	2022
Австрія	2,4	1,5	-6,5	4,6	5,0
Бельгія	1,8	2,3	-5,4	6,3	3,2
Греція	1,7	1,9	-9,0	8,4	5,9
Естонія	3,8	3,7	-0,6	8,0	-1,3
Ірландія	8,5	5,4	6,2	13,6	12,0
Іспанія	2,3	2,0	-11,3	5,5	5,5
Італія	0,9	0,5	-9,0	7,0	3,7
Кіпр	5,6	5,5	-4,4	6,6	5,6
Латвія	4,0	2,6	-2,2	4,1	2,0
Литва	4,0	4,6	0,0	6,0	1,9
Люксембург	1,2	2,3	-0,8	5,1	1,5
Мальта	6,1	7,0	-8,6	11,8	6,9
Нідерланди	2,4	2,0	-3,9	4,9	4,5
Німеччина	1,0	1,1	-3,7	2,6	1,8
Португалія	2,8	2,7	-8,3	5,5	6,7
Словаччина	4,0	2,5	-3,3	4,9	1,7

Закінчення табл. 21.2

Країна	2018	2019	2020	2021	2022
Словенія	4,5	3,5	-4,3	8,2	5,4
Фінляндія	1,1	1,2	-2,4	3,0	2,1
Франція	1,9	1,8	-7,8	6,8	2,6
Хорватія	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3

Складено за: World bank / World Development Indicators. URL: <https://databank.worldbank.org>.

Найістотніший спад економічної активності було зафіксовано в Греції, Іспанії, Мальті, Португалії, Італії, Франції, Хорватії. Зниження ВВП у цих країнах зумовлене скороченням споживання домогосподарств, зменшенням інвестицій у підприємницьку діяльність, падінням ринку житлової та комерційної нерухомості. Наприклад, економіка Іспанії не переживала такого серйозного падіння ВВП із середини минулого століття. У 2020 р. бюджетний дефіцит зріс до 10,3 % ВВП – це найбільший розрив між доходами й видатками країни з 2012 р. (Підколзіна, 2021).

Сценарій попиту описує ситуацію, в якій спостережуване падіння ВВП у 2020 р. повністю відображається в показнику розриву випуску до від'ємного значення (від'ємний шок попиту) на тлі нульового впливу на тренд пропозиції (Mottl, 2020). У разі такого 100-відсоткового шоку попиту спільним припущенням для економік еврозони є обмеження реакції монетарної політики ЄЦБ нульовою нижньою межею (ZLB)¹ процентних ставок². І, навпаки, сценарій пропозиції припускає, що зниження ВВП у 2020 р. повністю відобразиться в падінні тренду (від'ємний шок пропозиції) на тлі нульового впливу на розрив випуску попиту. У рамках цього 100-відсоткового шоку пропозиції припущення для економік еврозони полягає в тому, що монетарна влада не реагуватиме (шляхом підвищення процентних ставок) на інфляційний шок, щоб запобігти реалізації економічної політики, яка суперечитиме масованій експансіоністській фінансній політиці, що одночасно проводилася з початком пандемії COVID-19. Таким чином, це припущення являє собою тимчасову перевагу перевищення інфляційних цілей монетарної влади на користь підтримки економічного зростання через збереження м'яких монетарних умов у ситуації підвищеної невизначеності щодо поєднання ефектів попиту та пропозиції під час різкого падіння ВВП, спричиненого пандемією. Таке, на наш погляд, реалістичне припущення про відсутність реакції монетарної політики на інфляційний шок у цій ситуації також частково усуває потенційну помилку монетарної політики, якої могли б легко припуститися уряди, якби гіпотеза про від'ємний шок пропозиції не реалізувалася більшою мірою. Крім того, гіпотеза припускає наявність

¹ ZLB (Zero Lower Bound) – нульова нижня межа процентних ставок.

² Ці екстремальні шоки є симуляціями порівняно з контрфактичними сценаріями у вигляді макроекономічних припущень із січня 2020 р., тобто періоду до початку пандемії COVID-19, у досліджуваних економіках.

екзогенного шоку обмінного курсу, зокрема ціни на нафту. Це моделюється на основі припущення про раціональні очікування економічних агентів.

Різке падіння реальної економічної активності та світової торгівлі супроводжувалося масовим песимізмом споживачів та інвесторів, а також погіршенням ситуації на ринку праці. Ціни знизилися майже всюди як реакція на скорочення сукупного попиту. Падіння економічної активності в країнах єврозони, таким чином, послідовно відображалось в збільшенні розриву випуску до глибоко від'ємного значення. Зрештою, ЄЦБ відреагував на падіння сукупного попиту шляхом зниження процентних ставок і широкого застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики.

Поєднання м'якої політики та негативного шоку пропозиції закономірно призвело до сплеску інфляції у 2021 р. Більше того, монетарна політика ЄЦБ протягом кризового періоду була ультрам'якою. З огляду на статистичні дані про природу шоку від пандемії, ми не вважаємо, що така політика була виправданою. Глобальна інфляція 2021 р. стала результатом надмірно м'якої політики в умовах високої інфляції в поєднанні з великим споживчим та інвестиційним попитом. Іншими словами, надто м'яка політика ЄЦБ протягом 2021 р. сприяла розпалюванню глобального інфляційного середовища у 2022 р. Коли це середовище збіглося із шоком цін на енергоносії наприкінці 2021 р. і у 2022 р., результатом стало безпрецедентне зростання інфляції в першій половині 2022 р. Наразі такий розвиток подій загрожує розхитати інфляційні очікування й таким чином поставити під загрозу цінову стабільність країн єврозони (Reis, 2022).

Незважаючи на негативні прогнози, у 2023 р. інфляція продовжувала знижуватись, але досі очікується, що вона залишатиметься надто високою протягом тривалого періоду часу. Рада керуючих ЄЦБ сповнена рішучості забезпечити своєчасне повернення інфляції до середньострокової цілі 2 %. Щоб посилити прогрес на шляху до цілі, 14 вересня 2023 р. вона ухвалила рішення підвищити три ключові процентні ставки ЄЦБ на 25 б. п.

Протягом останнього десятиліття монетарна політика в країнах єврозони проводилася в умовах рекордно низьких номінальних процентних ставок і дезінфляційного тиску, який у більшості випадків утримував темпи інфляції на рівні, значно нижчому за цільові орієнтири європейських центробанків. Така ситуація склалася на тлі стійкого зменшення глобальної рівноважної реальної процентної ставки, що істотно обмежило можливості монетарної політики знижувати процентні ставки під час рецесії, не зачіпаючи при цьому ефективну нижню межу номінальних процентних ставок¹.

Тривалий і глобальний характер цих подій призвів до переоцінки, з одного боку, частоти й тяжкості епізодів нижньої межі процентних ставок, а з другого – ефективності наявних інструментів монетарної політики та її альтернативних концепцій у досягненні задовільних результатів макроекономічного зростання за наявних процентних ставок.

¹ European Commission Data on budget commitments. 2015. URL: https://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/evaluations/data-for-research/.

Результати, наведені в дослідженні, показують, що низькі процентні ставки в єврозоні в період рецесії кількісно вплинули на втрати реального ВВП унаслідок існування часового лагу між періодом зменшення номінальної процентної ставки та її реакцією на динаміку сукупного попиту, викликану падінням економічної активності (табл. 21.3).

Таблиця 21.3

Динаміка ключових ставок ЄЦБ та ВВП у єврозоні, %

Період	Облікова ставка (main refinancing operations)	Ставка за депозитами (deposit facility)	Гранична ставка за кредитами (marginal lending facility)	Зміна ВВП до відповідного кварталу попереднього року
18.09.2019	0	-0,5	0,25	3,89
01.12.2019	0	-0,5	0,25	2,98
01.03.2020	0	-0,5	0,25	-0,73
01.06.2020	0	-0,5	0,25	-11,7
01.09.2020	0	-0,5	0,25	-2,8
01.12.2020	0	-0,5	0,25	-2,19
01.03.2021	0	-0,5	0,25	1,06
01.06.2021	0	-0,5	0,25	15,6
01.09.2021	0	-0,5	0,25	7,36
01.12.2021	0	-0,5	0,25	7,87
01.03.2022	0	-0,5	0,25	9,41
27.07.2022	0,5	0	0,75	8,85
14.09.2022	1,25	0,75	1,5	7,13
02.11.2022	2,0	1,5	2,25	7,14
21.12.2022	2,5	2,0	2,75	7,14
08.02.2023	3,0	2,5	3,25	7,14
22.03.2023	3,5	3,0	3,75	8,21
10.05.2023	3,75	3,25	4,0	8,21
21.06.2023	4,0	3,5	4,25	6,84
02.08.2023	4,25	3,75	4,5	6,84
20.09.2023	4,5	4,0	4,75	6,84

Складено за даними офіційного сайту Європейського центрального банку. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>.

Як бачимо, Рада керуючих ЄЦБ напередодні рецесії зосередилася на ультратям'якій монетарній політиці, що проявилось у зниженні ключових процентних ставок. Наприклад, процентну ставку за депозитною лінією було знижено на

10 б. п., до -0,5 %. Процентна ставка за основними операціями рефінансування та ставка за інструментом граничного кредитування залишилися незмінними, на поточних рівнях 0 і 0,25 % відповідно. Рада керуючих прогнозує, що ключові процентні ставки ЄЦБ залишатимуться на нинішніх або нижчих рівнях доти, доки буде досягнуто стійкого зближення прогнозу інфляції до рівня, наближеного до 2 %, але нижчого за 2 % в межах прогнозного горизонту, й таке зближення буде послідовно відображатися в динаміці базової інфляції.

З 1 листопада 2019 р. відновлено чистий викуп активів у рамках APP Ради керуючих із щомісячним обсягом 20 млрд євро. Рада керуючих очікує, що такі заходи триватимуть так довго, скільки потрібно для посилення стимулюючого впливу процентних ставок, та завершаться незадовго до того, як вона почне підвищувати ключові процентні ставки ЄЦБ.

Реінвестування основної суми платежів із погашення цінних паперів, придбаних у рамках APP, продовжуватиметься в повному обсязі протягом тривалого періоду після дати, коли Рада керуючих почне підвищувати ключові процентні ставки ЄЦБ. У будь-якому разі такі заходи вживатимуться так довго, скільки буде необхідно для підтримання сприятливих умов ліквідності та достатнього рівня монетарного стимулювання (Demirguc-Kunt., Lokshin, & Torre, 2020).

Умови нової серії щоквартальних цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO-III) буде змінено з метою збереження сприятливих умов банківського кредитування, забезпечення плавної трансмісії монетарної політики й подальшої підтримки м'якої монетарної політики. З листопада 2019 р. процентна ставка за кожною операцією встановлюватиметься на рівні середньої ставки за основними операціями рефінансування єврозони впродовж строку дії відповідної операції TLTRO. Для банків, чисті кредити яких перевищують контрольний показник, ставка, що застосовується в операціях TLTRO-III, буде нижчою та може дорівнювати середній процентній ставці за депозитними інструментами, яка діє протягом виконання операції. Термін погашення операцій буде подовжено з двох до трьох років.

Для підтримки трансмісії монетарної політики через банки було запроваджено дворівневу систему резервування, в якій частину надлишкової ліквідності банків було звільнено від сплати від'ємної ставки за депозитними операціями.

У розпал пандемії Рада керуючих ЄЦБ зазначала: "додаткові довгострокові операції рефінансування (LTRO) проводитимуться тимчасово для негайної підтримки ліквідності фінансової системи єврозони. Хоча Рада керуючих не помічає істотних ознак напруження на грошових ринках або дефіциту ліквідності в банківській системі, такі операції забезпечать ефективну підтримку в разі потреби. Вони здійснюватимуться через тендерну процедуру із фіксованою ставкою та повним наданням коштів, з процентною ставкою, що дорівнює середній ставці за депозитними операціями. Операції LTRO забезпечать ліквідність на вигідних умовах для подолання періоду до операції TLTRO-III в червні 2020 р."¹.

¹ Monetary Policy Decisions / European Central Bank. 2020. June 4. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html>.

У рамках TLTRO-III значно вигідніші умови застосовувалися в період із червня 2020 р. до червня 2021 р. до всіх операцій TLTRO-III, що залишаються незавершеними в цей самий час. Ці операції підтримали банківське кредитування тих суб'єктів, хто найбільше постраждав від поширення коронавірусу, зокрема малих і середніх підприємств. Протягом окресленого періоду процентна ставка за цими операціями TLTRO-III була на 25 б. п. нижчою за середню ставку, що використовувалася в основних операціях рефінансування єврозони на той час. Для контрагентів, які підтримують свій рівень кредитного забезпечення, ставка за цими операціями була нижчою й упродовж періоду до червня 2021 р. та на 25 б. п. меншою від середньої процентної ставки за депозитною лінією. Крім того, максимальну загальну суму, котру контрагенти мали право позичати в рамках операцій TLTRO-III, було підвищено до 50 % їхнього портфеля дозволених кредитів станом на 28 лютого 2019 р. У цьому контексті Рада керуючих доручила комітетам єврозони вивчити заходи щодо пом'якшення вимог до застави, щоб контрагенти й надалі могли повною мірою користуватися фінансовою підтримкою.

До кінця 2020 р. було додано тимчасовий пакет додаткової купівлі чистих активів у розмірі 120 млрд євро, що забезпечило високий внесок приватного сектору. У поєднанні з чинною програмою купівлі активів (APP) це дало змогу підтримати сприятливі умови фінансування для реального сектору економіки в часи підвищеної невизначеності. З 18 березня 2020 р. запроваджено нову тимчасову програму купівлі цінних паперів приватного й державного секторів із метою протидії серйозним ризикам для трансмісійного механізму монетарної політики та перспектив Єврозони, спричиненим спалахом і поширенням пандемії COVID-19. На нову програму надзвичайних закупівель у зв'язку з пандемією (PEPP) спершу було спрямовано 750 млрд євро. Закупівлі здійснювалися до кінця 2020 р. і охоплювали всі категорії активів, які відповідали критеріям чинної програми APP.

Стосовно купівлі цінних паперів державного сектору слід зазначити, що базовий розподіл між юрисдикціями й надалі залишався ключовим фактором управління капіталом центральних банків. Водночас угоди в рамках нової PEPP укладались у гнучкий спосіб. Це уможливлювало коливання в розподілі потоків купівлі у часі, між класами активів та між юрисдикціями. Рада керуючих ЄЦБ здійснювала купівлю чистих активів у рамках PEPP до кінця 2020 р.

Для купівлі цінних паперів, випущених урядом Греції, у рамках PEPP було зроблено виняток із вимог щодо прийнятності цінних паперів, випущених грецьким урядом. Окрім того, було розширено спектр прийнятних активів за програмою CSPP до нефінансових комерційних цінних паперів, що дало змогу зробити всі комерційні папери достатньої кредитної якості прийнятними для купівлі в рамках зазначеної програми.

Рада керуючих ЄЦБ прийняла рішення пом'якшити умови застави шляхом коригування основних параметрів ризику. Зокрема, було розширено сферу застосування додаткових кредитних вимог (ACC) включенням у неї вимог, пов'язаних із фінансуванням корпоративного сектору. Це створювало гарантії, що контра-

генти зможуть надалі повною мірою користуватись операціями рефінансування євразони.

З 30 квітня 2020 р. умови TLTRO-III було додатково пом'якшено. Нову серію нецільових операцій довгострокового рефінансування на випадок надзвичайної ситуації, пов'язаної з пандемією (PELTRO)¹, було проведено з метою підтримки ліквідності у фінансовій системі євразони та сприяння збереженню безперебійного функціонування грошових ринків шляхом надання ефективної підтримки ліквідності. PELTRO складається із семи додаткових операцій рефінансування, що розпочалися у травні 2020 р. і погашалися поетапно з липня до вересня 2021 р. залежно від тривалості заходів із пом'якшення заставного забезпечення. Вони здійснювалися в рамках тендерних процедур за фіксованою ставкою з повним виділенням коштів, за процентною ставкою, на 25 б. п. нижчою від середньої ставки за основними операціями рефінансування, що була чинною протягом строку дії кожної операції за програмою PELTRO.

Потім ЄЦБ здійснював коригування операцій цільового кредитування для подальшої підтримки реальної економіки євразони:

- процентну ставку за всіма цільовими довгостроковими операціями рефінансування (TLTRO-III) було знижено на 25 б. п., до -0,5 %, з червня 2020 р. до червня 2021 р.;
- встановлено, що для банків, які відповідають кредитному порозу 0 %, запровадженому 12 березня 2020 р., процентна ставка може становити до -1 %;
- початок періоду оцінки кредитів перенесено на 1 березня 2020 р.

30 квітня 2020 р. Рада керуючих ЄЦБ ухвалила рішення про внесення низки змін до умов цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO-III) з метою подальшої підтримки надання кредитів домогосподарствам і підприємствам під час економічної кризи та підвищеної невизначеності.

На період із 24 червня 2020 р. до 23 червня 2021 р. процентну ставку за всіма операціями TLTRO-III було встановлено на рівні, на 50 б. п. нижчому від середньої ставки за основними операціями рефінансування, що діяла в цей період (процентна ставка за основними операціями рефінансування становила 0 %). Для контрагентів, чистий обсяг прийнятного кредитування яких досягає порогу ефективності кредитування, процентна ставка на період із 24 червня 2020 р. до 23 червня 2021 р. за всіма операціями TLTRO-III була на 50 б. п. нижчою від середньої процентної ставки за депозитною лінією, що діяла в цей період, але в будь-якому разі не перевищувала -1 %. Ставка за депозитною лінією дорівнювала -0,5 %.

Початок періоду, протягом якого оцінювалася кредитна діяльність банків на предмет їх відповідності критеріям для застосування цієї нижчої ставки, було перенесено на місяць раніше, з 1 квітня на 1 березня 2020 р., тоді як кінець періоду оцінки залишився незмінним – 31 березня 2021 р. Таке коригування визнає фінансову підтримку, котру банки надали компаніям у березні на початку кризи, пов'язаної з пандемією COVID-19, згідно з цілями TLTRO-III.

¹ PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations) – програма довгострокового рефінансування на випадок надзвичайної ситуації, пов'язаної з пандемією.

Для банків, що досягли кредитного порогу 0 % у період із 1 березня 2020 р. до 31 березня 2021 р., було застосовано найсприятливіші умови протягом усього строку дії операцій. Процентна ставка, яка використовувалася для цих контрагентів до 24 червня 2020 р. і після 23 червня 2021 р., дорівнювала середній процентній ставці за депозитною лінією протягом строку дії відповідної операції. Для банків, які не досягли кредитного порогу 0 % у період із 1 березня 2020 р. до 31 березня 2021 р., застосовувалися початкові процентні ставки та кредитний поріг TLTRO-III, розрахований за триваліший період, із 1 квітня 2019 р. до 31 березня 2021 р. Для цих контрагентів, зважаючи на складне кредитне середовище в період пандемії, кредитний поріг, якого вони повинні були дотримуватися протягом довшого періоду оцінки, було знижено з 2,5 до 1,15 %.

З 4 червня 2020 р. обсяг РЕПР було збільшено на 600 млрд євро, до 1 350 млрд євро. У відповідь на пов'язаний із пандемією перегляд у бік зниження прогнозу інфляції на прогнозованому горизонті розширення РЕПР сприяло подальшому пом'якшенню монетарної політики, підтримуючи умови фінансування в реальному секторі економіки, особливо для бізнесу та домогосподарств. Купівля й надалі здійснювалася гнучко в часі, за різними класами активів і між різними юрисдикціями. Це дало змогу Раді керуючих ЄЦБ ефективно запобігати ризикам для безперешкодної трансмісії монетарної політики. Виплати основної суми боргу за цінними паперами, придбаними в рамках РЕПР, було реінвестовано до кінця 2022 р. У будь-якому разі майбутнє згортання програми РЕПР буде регулюватися таким чином, щоб уникнути втручання у відповідну позицію монетарної політики.

Чисті купівлі в рамках АРР здійснювалися щомісяця в обсязі 20 млрд євро разом із придбанням у рамках додаткового тимчасового пакета на суму 120 млрд євро до кінця 2020 р. Щомісячна чиста купівля активів за програмою АРР покликана посилити стимулюючий вплив процентних ставок на економічну активність. Програма завершиться незадовго до того, як ЄЦБ почне підвищувати ключові процентні ставки.

В умовах ризиків, які тяжіють до зниження, Рада керуючих ретельно оцінює інформацію, що надходить із зовнішнього середовища, включаючи динаміку пандемії, перспективи впровадження вакцин та динаміку обмінного курсу. Новий раунд макроекономічних прогнозів єврозони в грудні 2020 р. дав змогу переоцінити економічні перспективи й баланс ризиків. На основі цієї оновленої оцінки Рада керуючих скоригувала монетарні інструменти, щоб відреагувати на ситуацію, що розгортається, та забезпечила збереження сприятливих умов фінансування для підтримки економічного зростання й протидії негативному впливу пандемії на прогнозовану траєкторію інфляції. Це сприяло сталому наближенню інфляції до її цілі відповідно до зобов'язань щодо її досягнення.

З 10 грудня 2020 р. облікова ставка за основними операціями рефінансування, а також процентні ставки за інструментом граничного кредитування та депозитним інструментом залишаються незмінними, на рівні 0, 0,25 і -0,5 % відповідно. Рада керуючих прийняла рішення збільшити обсяг РЕПР на 500 млрд євро, до 1 850 млрд євро,

а також продовжила горизонт чистих закупівель у рамках РЕПР до кінця березня 2022 р. Окрім того, вона продовжила реінвестування основних платежів за цінними паперами, придбаними в рамках РЕПР, що підлягають погашенню до кінця 2023 р.

Ухвалено рішення про подальший перегляд умов TLTRO-III. Зокрема, було вирішено подовжити період, протягом якого діятимуть значно сприятливіші умови, на 12 місяців, тобто до червня 2022 р. Три додаткові операції було проведено в період із червня до грудня 2021 р. Також Рада керуючих вирішила збільшити загальну суму, яку контрагенти матимуть право запозичити в рамках операцій TLTRO-III, з 50 до 55 % загального обсягу прийнятих кредитів. Для того щоб стимулювати комерційні банки підтримувати поточний рівень банківського кредитування, переглянуті умови запозичень у рамках TLTRO-III будуть доступні лише тим банкам, які досягнуть нового цільового показника ефективності кредитування протягом зазначеного періоду.

Рада керуючих подовжила до червня 2022 р. термін дії комплексу заходів щодо пом'якшення вимог до застави, ухвалених нею 7 і 22 квітня 2020 р. Таким чином, комерційні банки змогли повною мірою скористатися операціями з надання ліквідності єврозони, передусім у рамках оновлених умов за операціями TLTRO. Рада керуючих переглянула заходи з пом'якшення застави до червня 2022 р. із метою запобігання негативному впливу на участь контрагентів єврозони в операціях TLTRO-III.

Крім того, було запропоновано чотири додаткові PELTRO у 2021 р., які мали забезпечити ефективну підтримку ліквідності.

Проведений у MS Excel аналіз кореляції між обліковою ставкою та динамікою ВВП до відповідного кварталу попереднього року засвідчив, що між результативною Y (зміна ВВП) і факторною X (рівень облікової ставки) ознаками існує кореляційний зв'язок. Для якісної оцінки коефіцієнта кореляції r , як правило, застосовується шкала Чеддока. Залежно від значень коефіцієнта кореляції зв'язок може мати одну з оцінок: 0,1–0,3 – слабкий; 0,3–0,5 – помітний; 0,5–0,7 – помірний; 0,7–0,9 – високий; 0,9–1,0 – вельми високий.

Згідно з результатами аналізу, коефіцієнт кореляції відмінний від нуля та становить 0,33667. Це означає, що між зміною облікової ставки й динамікою ВВП в економіці єврозони існує помітний зв'язок. Можемо припустити, що коефіцієнт кореляції r показує, наскільки зв'язок між випадковими величинами Y та X близький до чіткої лінійної залежності (рис. 21.12).

У табл. 21.4 наведено результати аналізу кореляції зміни ВВП в єврозоні і трьох процентних ставок ЄЦБ. Спостерігається помітний зв'язок між зміною ставок та динамікою ВВП у 2020–2023 рр. Така кореляція є додатною, тобто процентні ставки й ВВП зростають. Протягом кризового періоду (з 18 вересня 2019 р. до 1 березня 2021 р.), спричиненого пандемією COVID-19, кореляція взагалі не здійснювалася.

Для встановлення причинно-наслідкового зв'язку між обліковою ставкою та динамікою ВВП використовуємо метод Гренджера. Аналіз причинності Гренджера за 2020–2023 рр. виявив, що зростання ВВП спричиняє зміну облікової ставки ЄЦБ із лагом в один рік. У табл. 21.5 наведено дані лише за обліковою ставкою рефінансу-



Рис. 21.12. Кореляція зміни ВВП та облікової ставки ЄЦБ

Побудовано за даними офіційного сайту Європейського центрального банку. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>.

Таблиця 21.4

Кореляція зміни ВВП в єврозоні та процентних ставок ЄЦБ протягом 2020–2023 рр.

Період	Коефіцієнт кореляції		
	Зміна ВВП та облікова ставка рефінансування	Зміна ВВП і процентна ставка за депозитами	Зміна ВВП та процентна ставка за кредитами
18.09.2019– 01.03.2021	Відсутня	Відсутня	Відсутня
01.04.2021–20.09.2023	0,3367	0,3367	0,3367

Розраховано та складено за даними офіційного сайту Європейського центрального банку. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>.

Таблиця 21.5

Результати аналізу взаємозв'язку зростання ВВП і облікової ставки рефінансування ЄЦБ за методом Гренджера

Нульова гіпотеза	Кількість спостережень	F-статистика	Імовірність
Зростання ВВП не впливає на облікову ставку рефінансування ЄЦБ	21	3,46749	1,55786
Облікова ставка рефінансування ЄЦБ не впливає на зростання ВВП	21	1,10334	0,70795

Розраховано та складено за даними офіційного сайту Європейського центрального банку. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>.

вання ЄЦБ, тому що високий ступінь кореляції ставок між собою у цей період визначив дуже близькі значення F -статистики й ступеня ймовірності для всіх трьох процентних ставок.

Тести причинності Гренджера за період із 27 липня 2022 р. до 20 вересня 2023 р. виявили, що облікова ставка рефінансування ЄЦБ впливала на зростання ВВП із лагом в один рік. F -статистика та ступінь ймовірності демонструють, що найістотніший вплив на приріст ВВП справляла гранична процентна ставка ЄЦБ за кредитами (табл. 21.6).

Таблиця 21.6

Результати аналізу взаємозв'язку зростання ВВП та процентних ставок ЄЦБ за методом Гренджера

Нульова гіпотеза	F -статистика	Імовірність
Облікова ставка рефінансування не впливає на приріст ВВП	1,10334	0,70795
Приріст ВВП не впливає на облікову ставку рефінансування	3,46749	1,55786
Гранична ставка за кредитами не впливає на приріст ВВП	1,10334	0,70795
Приріст ВВП не впливає на граничну ставку за кредитами	3,19166	1,67550
Процентна ставка ЄЦБ за депозитами не впливає на приріст ВВП	1,10334	0,70795
Приріст ВВП не впливає на ставку ЄЦБ за депозитами	4,01916	1,36167

Джерело: розраховано за даними офіційного сайту Європейського центрального банку.
URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>.

Отже, може бути прийнято гіпотезу, що *гранична ставка за кредитами найбільше впливає на показник ВВП*. Результати досліджень підтверджують офіційні статистичні дані ЄЦБ. Так, напередодні пандемії він зменшив процентні ставки до нульової межі з метою стимулювання зростання економіки еврозони. Унаслідок економічної кризи приріст ВВП еврозони стрімко знизився до -5,7 % у 2020 р.¹. Таку динаміку пов'язують зі спадом економічної активності в Греції, Іспанії, Мальті, Португалії, Італії, Франції й Хорватії, що вплинуло на фінансовий стан інших країн-членів та економіки еврозони загалом.

21.4. Аналіз ієрархії цілей монетарної політики центрального банку

Актуальність поставлених цілей монетарної політики вимагає встановлення зв'язку між підвищенням волатильності змінних параметрів у цільовій функції НБУ за режиму інфляційного таргетування, що пояснюється глобальними кризами, чутливістю макроекономічних показників до коливань економічної кон'юнктури. Це основна причина, чому центральні банки чітко дотримуються правил монетарної

¹ World development indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/preview/on>.

політики, що дає змогу вчасно згладжувати екзогенні шоки в економіці в умовах пандемії COVID-19.

Є кілька способів, за допомогою яких можна визначити зміни в параметрах монетарної політики у функції реагування центробанків. По-перше, можна оцінити правило Тейлора для розподілу вибірки та перевірити, як різняться між собою оцінені параметри в кожній вибірці. Цей спосіб описано в ряді досліджень. Так, Дж. Джадд та ін. оцінили правило Тейлора ФРС за допомогою методу найменших квадратів та розподілили вибірки відповідно до головуючих членів правління (Judd et al., 1998). За результатами їхнього дослідження, ФРС зважувала як інфляцію, так і розрив виробництва. У свою чергу, реакція ФРС на розрив виробництва вдвічі більша, ніж у Тейлора, у котрого розрив випуску становив 0,5 (Taylor, 1993).

Р. Кларіда, Дж. Галі та М. Гьотлер, використовуючи узагальнений метод моментів у вибіркових розподілах, виявили, що вага інфляції була істотно більшою, ніж у попередніх періодах (Clarida et al., 2000). А. Орфанідес теж виконав дослідження аналогічних півперіодів та з'ясував, що головна різниця полягає в значенні показника розриву випуску в загальній вибірці, оскільки доволкерівський період пов'язаний з помітно вищим ваговим коефіцієнтом розриву ВВП (Orphanides, 2004).

К. Мартін і К. Мілас за допомогою методу найменших квадратів на вибіркових графічних даних Великобританії встановили, що до кризи 2007 р. ваговий показник інфляційного розриву був більшим, ніж після кризи (Martin, & Milas, 2013). Альтернативні підходи до оцінки змін параметрів монетарної політики базуються на оцінці моделі просторових станів. У деяких дослідженнях використовується фільтр Кальмана (Kalman, 1960), наприклад, у працях Cogley, & Sargent, 2001; Plantier, & Scrimgeour, 2002.

Основні результати наведених досліджень про правило Тейлора свідчать, що параметри монетарної політики, котрі відображають переваги центральних банків до вихідних даних цільової функції, динамічно змінюються. Варто з'ясувати, чи можна вважати невідповідність параметрів монетарної політики квазідискреційним правом.

З одного боку, на сьогодні центробанки дотримуються певного правила політики (зазвичай правила Тейлора), з другого – вони непослідовно реагують на макроекономічні зміни. Якщо агенти передбачають зміни в реакції центрального банку, вони враховують їх в інфляційних очікуваннях, тому такі зміни не можуть зашкодити стабільності економіки. Навпаки, непередбачені зміни в параметрах монетарної політики можуть істотно збільшити коливання ділового циклу (Pokorny, 2021). Важливі висновки для цієї дискусії містяться в праці М. Мандлера. На його думку, одним із джерел невизначеності агентів є непередбачувані зміни в параметрах монетарної політики (Mandler, 2007).

У дослідженнях розглядаються три основних джерела неузгодженості параметрів монетарної політики. По-перше, термін дії повноважень членів правління центрального банку обмежений, тож їхні наступники можуть інакше трактувати застосування інструментів монетарної політики (Judd et al., 1998; Clarida et al.,

2000). Крім того, ставлення членів правління до монетарної політики може змінюватися протягом виконання ними повноважень, наприклад через тиск громадськості або зміну академічних і соціальних тенденцій. Якщо центробанк є незалежним, члени правління також можуть зазнати політичного тиску. Такий тиск міг виникнути під час пандемії COVID-19, коли економіки зіткнулися з масштабним падінням виробництва через його рецесію. Центральні банки, котрі перебувають під впливом політичного тиску, втрачають незалежність у прийнятті рішень для досягнення стабільності цін монетарної політики в середньостроковій перспективі. Як наслідок, поточний рівень інфляції значно перевищує її цільовий рівень. По-друге, центробанки регулярно оновлюють моделі прогнозування для складання якіснішого прогнозу. По-третє, джерелом змін параметрів монетарної політики може бути зміна трансмісійного механізму монетарної політики. Жорсткість реакції центрального банку на рівень інфляції й розрив виробництва великою мірою залежить від інфляційних очікувань економічних агентів. Якщо центробанк успішно прив'яже інфляційні очікування до рівня інфляційної цілі, йому не слід жорстко реагувати на інфляційний розрив, оскільки такі очікування самостійно забезпечують бажаний рівень інфляції (Benati, 2008; Zhang, Osborn, & Kim, 2008; Baqa et al., 2014).

Загалом використовується два основних підходи до моделювання функції реакції центрального банку на процентну ставку в режимі таргетування інфляції. Перший підхід, запропонований Р. Барро та Д. Гордоном, теоретично виводить функцію реакції від оптимізації функції втрат центрального банку (Barro, & Gordon, 1983a; 1983b). Другий підхід ґрунтується на емпіричних оцінках. Як показав Дж. Тейлор, поведінка центрального банку може бути апроксимована простим правилом процентної ставки (Taylor, 1993):

$$r_t^* = \bar{r} + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5x_t, \quad (21.1)$$

де цільова ставка для номінальної облікової ставки r_t^* встановлюється відповідно до відхилення інфляції π_t від її цілі π^* та розриву виробництва x_t і рівноважної реальної ставки $\bar{r}$ в економіці.

Замінивши параметри конкретними даними, рівняння (21.1) можна загалом подати у вигляді:

$$r_t^* = \bar{r} + \xi_\pi (\pi_t - \pi^*) + \xi_x x_t, \quad (21.2)$$

де $\bar{r}$ – політично нейтральна ставка (приблизно відображає інфляцію π_t та рівноважну реальну ставку $\bar{r}$ (Fisher&Barber, 1907); ξ_π і ξ_x – ваговий параметр центрального банку щодо розриву інфляції й розриву виробництва відповідно. Як правило, центробанки відображають затримку в реалізації монетарної політики. Таким чином, їхня функція процентної ставки точніше пояснюється за допомогою перспективної версії рівняння (21.2):

$$r_t^* = \bar{r} + \xi_\pi \left(E\{(\pi_{t+n}|\Omega_t)\} - \pi^* \right) + \xi_x E\{x_{t+n}|\Omega_t\}, \quad (21.3)$$

де Ω_t – набір інформації, доступний у момент часу t , коли центральний банк приймає рішення про встановлення процентної ставки; n -індекс – горизонт монетарної політики. Математичний символ E означає очікування щодо майбутнього значення цієї змінної. Таким чином, вираз $E\{\pi_{t+n}|\Omega_t\} - \pi^*$ – очікування центрального банку щодо інфляційного розриву в період $t+n$ з урахуванням доступної інформації Ω_t .

Якщо цільовий показник інфляції центрального банку змінився протягом досліджуваного періоду, то цільовий показник інфляції теж індексується на t :

$$r_t^* = \bar{r} + \xi_\pi \left(E\{\pi_{t+n}|\Omega_t\} - \pi_{t+n}^* \right) + \xi_x E\{x_{t+n}|\Omega_t\}. \quad (21.4)$$

Крім того, центральний банк може віддати перевагу поступовій зміні облікової ставки. У такому разі він зважає лагову процентну ставку. Якщо застосувати простий механізм часткового коригування (Clarida et al., 2000), то:

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho) r_t^*, \quad (21.5)$$

де r_t – поточна облікова ставка; $\rho \in [0, 1]$ – параметр згладжування.

Підставивши вираз (21.5) у рівняння (21.4), отримаємо:

$$r_t = (1 - \rho) \left[\bar{r} + \xi_\pi \left(E\{\pi_{t+n}|\Omega_t\} - \pi_{t+n}^* \right) + \xi_x E\{x_{t+n}|\Omega_t\} \right] + \rho r_{t-1}. \quad (6)$$

Це найпоширеніша специфікація, яка використовується в емпіричній літературі щодо правила Тейлора. Крім того, параметри не є постійними, як у рівнянні (6), а постійно змінюються в часі:

$$r_t = (1 - \rho_t) \left[\bar{r}_t + \xi_{\pi,t} E\{\widetilde{\pi}_{t+n}|\Omega_t\} + \xi_{x,t} E\{x_{t+n}|\Omega_t\} \right] + \rho_t r_{t-1}, \quad (21.7)$$

де $E\{\widetilde{\pi}_{t+n}|\Omega_t\} \equiv E\{\pi_{t+n}|\Omega_t\} - \pi_{t+n}^*$ – очікуваний інфляційний розрив $t+n$.

Згідно з дослідженням Я. Бакси зі співавторами, до рівняння можна додавати інші змінні, що стосуються діяльності центрального банку (Ваха et al., 2013). Оскільки НБУ час від часу вдається до валютних інтервенцій, потрібно перевірити ваговий параметр для розриву обмінного курсу, котрий визначається як різниця між обмінним курсом і природним рівнем обмінного курсу (довгострокова тенденція) в економіці (Feldkircher et al., 2016):

$$r_t = (1 - \rho_t) \left[\bar{r}_t + \xi_{\pi,t} E\{\widetilde{\pi}_{t+n}|\Omega_t\} + \xi_{x,t} E\{x_{t+n}|\Omega_t\} + \xi_{\varepsilon,t} E\{\varepsilon_{t+n}|\Omega_t\} \right] + \rho_t r_{t-1}, \quad (21.8)$$

де ε_{t+n} – очікуваний розрив обмінного курсу; $\xi_{\varepsilon,t}$ – ваговий параметр розриву обмінного курсу.

Будь-які політичні цілі щодо довгострокового економічного зростання та досягнення цілей суспільного розвитку жодним чином не можуть вплинути на політичне рішення, спрямоване на досягнення первинної мети.

Згідно з конституційним мандатом, офіційно оголошені інструменти реагування НБУ мають бути зрозумілими, незмінними й чіткими. Центральний банк використовує інструменти монетарної політики лише у відповідь на відхилення інфляції від її цілі:

$$r_t = (1 - \rho) \left[\bar{r} + \xi_\pi \left(E \{ \pi_{t+4} | \Omega_t \} - \pi_{t+n}^* \right) \right] + \rho r_{t-1}. \quad (21.9)$$

У процесі аналізу слід перевірити, чи справді НБУ зосереджений на таргетуванні інфляції, приєднавши до функції реакції також розриви випуску та обмінного курсу. Якщо параметри реакції на ці змінні оцінюються як незначущі, то емпіричний аналіз свідчить про те, що НБУ справді дотримується свого конституційного мандата щодо підтримки цінової стабільності. Водночас, якщо ці змінні є статистично значущими, тоді центральний банк також зосереджується на вторинних цілях монетарної політики, хоча це може зашкодити досягненню цінової стабільності.

Щоб оцінити таргетування інфляції й виконання конституційного обов'язку щодо стабільності цін протягом певних періодів монетарної політики, визначимо найчастіше використовувані інструменти реагування НБУ на шоків потрясіння протягом останніх років. Цей аналіз становить особливий інтерес у зв'язку з висновками про те, що несподівані зміни параметрів монетарної політики посилюють коливання ділового циклу.

Завдяки емпіричному підходу, розкритому в працях Clarida et al., 2000; Frömmel, & Schobert, 2006, а також оцінці узагальненого методу моментів (GMM) на різних інтервалах вибірки, вдалося відстежити зміни параметрів монетарної політики в досліджуваному періоді. GMM було запропоновано Л. Хансеном у 1982 р. (Hansen, 1982). Згідно з цим методом, вибірка задається певним розподілом із параметрами. При цьому обчислюється кількість моментів розподілу й параметрів, що прирівнюються до відповідних моментів вибірки.

Нехай, w_t – вектор ($h \times 1$) змінних, що спостерігається в момент часу t . Припустимо, що θ позначає не спостережуваний і невідомий ($a \times 1$) вектор коефіцієнтів, а $h(\theta, w_t) \in (r \times 1)$ вектор-функцією. Тоді θ_0 визначає істинне (популяційне) значення θ . Метод узагальнених моментів оцінює модель, де очікуване значення функції істинного вектора параметрів θ_0 задовольняє умову:

$$E \{ h(\theta_0, w_t) \} = 0. \quad (21.10)$$

Припустимо, що $y_T = (w_T', w_{T-1}', \dots, w_1')$ буде $(Th \times 1)$ -вектором, який включає всі спостереження вибірки розміром T . Тоді можемо отримати вибіркове середнє значення вектор-функції за період t :

$$g(\theta, y_T) = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T h(\theta, w_i). \quad (21.11)$$

GMM вибирає θ таким чином, щоб момент вибірки $g(\theta, y_T)$ був якомога ближчим до нульового моменту сукупності. Формально процедура вибору виконується за такої задачі мінімізації скаляра:

$$Q(\theta, y_t) = \arg \min_{\theta} \left[g(\theta, y_T) \right]' W_T \left[g(\theta, y_T) \right], \quad (21.12)$$

де $Q(\theta, y_t)$ позначає вектор-функцію оптимального θ , яка розв'язує наведену вище задачу мінімізації, а W_t є послідовністю позитивно визначеної вагової матриці.

Нехай S позначає асимптотичну дисперсію вибіркового середнього значення $h(\theta_0, w_t)$, заданого як:

$$S = \lim_{T \rightarrow \infty} T \times E \left\{ \left[g(\theta, y_T) \right] \left[g(\theta, y_T) \right]' \right\}. \quad (21.13)$$

Оптимальне значення вагової матриці W задається оберненою матрицею асимптотичної дисперсії S , тому задачу оптимізації можна переписати таким чином:

$$Q(\theta, y_t) = \arg \min_0 \left[g(\theta, y_T) \right]' S^{-1} \left[g(\theta, y_T) \right]. \quad (21.14)$$

У разі дотримання умов GMM не суперечить заданим параметрам. Оцінки, знайдені за цим методом, є асимптотично нормальними та ефективними з правильним вибором вагової матриці W_t .

Через можливу ендогенність регресорів використаємо оцінку параметра GMM до підходу інструментальних змінних, де в ролі інструментів використовуються регресори з лагом $t-1$ та $t-2$. Маючи лінійну модель, можна подати її у векторній формі:

$$y_t = z_t' \beta + u_t, \quad (21.15)$$

де $z_t - (k \times 1)$ вектор пояснювальних змінних; y_t - залежна змінна; $\beta - (k \times 1)$ вектор невідомих параметрів; u_t - імовірна похибка. Ендогенні пояснювальні змінні можуть викликати необ'єктивну оцінку, оскільки $E\{z_t u_t\} \neq 0$. Нехай x_t позначає інструментальні змінні, які корелюють із z_t , а не з u_t .

Зауважимо, що інструментальні змінні є окремим випадком, застосовним до оцінювача GMM, де вектор невідомих параметрів $\theta = \beta$, а вектор спостережуваних змінних $w_t = (y_t, z_t', x_t')'$. Тоді вектор-функція визначається як:

$$h(\theta, w_t) = x_t (y_t - z_t' \beta). \quad (21.16)$$

Перетворюючи теоретичну модель на економетричну та виключаючи неспостережувані змінні прогнозу, отримаємо:

$$r_t = (1 - \rho_t) \left[\bar{r}_t + \xi_{\pi,t} \widetilde{\pi_{t+n}} + \xi_{x,t} x_{t+n} + \xi_{\varepsilon,t} \varepsilon_{t+n} \right] + \rho_t r_{t-1} + \epsilon_t, \quad (21.17)$$

де ϵ_t - похибка в періоді t .

Мінливість параметрів у часі перевіряється з використанням двох окремих підвбірок. У кожній із них параметри вважаються незмінними в часі. Таким чином, рівняння оцінки не включає параметри, що змінюються в часі:

$$r_t = (1 - \rho) \left[\bar{r} + \xi_{\pi} \widetilde{\pi_{t+n}} + \xi_x x_{t+n} + \xi_{\varepsilon} \varepsilon_{t+n} \right] + \rho r_{t-1} + \epsilon_t. \quad (21.18)$$

Відповідне перетворення параметрів, задане як $\varpi_r \equiv (1 - \rho) \bar{r}$, $\omega_{\pi} \equiv (1 - \rho) \xi_{\pi}$, $\psi_x \equiv (1 - \rho) \xi_x$, $\psi_{\varepsilon} \equiv (1 - \rho) \xi_{\varepsilon}$, забезпечує лінійність моделі:

$$r_t = \psi_r + \psi_{\pi} \widetilde{\pi_{t+n}} + \psi_x x_{t+n} + \psi_{\varepsilon} \varepsilon_{t+n} + \rho r_{t-1} + \epsilon_t. \quad (21.19)$$

Згідно з дослідженням Я. Бакси зі співавторами, горизонт політики n дорівнює 2 ($n = 2$) (Ваха et al., 2014). Горизонт політики, як правило, становить 4–6 кварталів, однак оцінка такого віддаленого горизонту непропорційно збільшує похибку

прогнозу порівняно з ближчим горизонтом. Отже, як запропоновано згаданими авторами, горизонт політики дорівнює 2 (Баха et al., 2014). Для отримання початкових параметрів у рівнянні (17) після оцінки застосуємо зворотнє перетворення, яке обчислюється таким чином: $\bar{r} = \frac{\psi_r}{(1-\rho)}$, $\xi_\pi = \frac{\psi_\pi}{(1-\rho)}$, $\xi_x = \frac{\psi_x}{(1-\rho)}$.

Розглянемо статистичні дані, що використовуються для оцінки правила Тейлора та відображають зміни політики таргетування інфляції НБУ в діапазоні даних III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р. У табл. 21.7 наведено описову статистику процентної ставки, розриву випуску, інфляційного розриву й розриву обмінного курсу за вказаний період.

Для моніторингу змін вибірку поділено на дві підвибірки: III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. (табл. 21.8) та I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р. (табл. 21.9).

Короткострокова процентна ставка. Для відображення динаміки зміни процентних ставок НБУ будемо використовувати часові ряди з бази даних ОЕСР щодо

Таблиця 21.7

Статистичний аналіз вибірки даних за III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р.

Статистичні дані	Значення	Стандартне відхилення	Мінімальне значення	25-й процентиль	75-й процентиль	Максимальне значення
Процентна ставка (interest rate)	3,116	2,795	-0,3871	1,471	3,634	13,251
Інфляційний розрив (inflation gap)	-0,05	2,096	-4,387	-1,442	0,892	7,251
Розрив випуску (output gap)	0,0034	0,801	-6,383	-0,176	0,19	2,86
Розрив обмінного курсу (ex. Rate gap)	-0,017	1,443	-4,879	-0,647	0,424	5,901

Складено за: (Баха et al., 2013).

Таблиця 21.8

Статистичний аналіз підвибірки даних за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р.

Статистичні дані	Значення	Стандартне відхилення	Мінімальне значення	25-й процентиль	75-й процентиль	Максимальне значення
Процентна ставка (interest rate)	4,392	3,312	-0,3871	2,254	6,807	13,251
Інфляційний розрив (inflation gap)	-0,014	2,639	-4,387	-1,512	1,425	7,251
Розрив випуску (output gap)	0,003	0,381	-1,496	-0,147	0,125	1,402
Розрив обмінного курсу (ex. Rate gap)	-0,01	1,854	-4,879	-0,701	1,081	5,901

Складено за: (Баха et al., 2013).

Таблиця 21.9

Статистичний аналіз підвибірки даних за I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р.

Статистичні дані	Значення	Стандартне відхилення	Мінімальне значення	25-й процентиль	75-й процентиль	Максимальне значення
Процентна ставка (interest rate)	1,790	1,074	0,1	0,657	2,62	3,645
Інфляційний розрив (inflation gap)	-0,116	1,341	-2,891	-1,343	0,794	4,129
Розрив випуску (output gap)	0,004	1,082	-6,383	-0,234	0,345	2,86
Розрив обмінного курсу (ex. Rate gap)	-0,044	0,845	-2,011	-0,526	0,33	2,678

Складено за: (Баха et al., 2013).

короткострокових процентних ставок, за якими здійснюються короткострокові (3-місячні) запозичення між фінансовими установами або короткострокові (3-місячні) державні облігації, що продаються на ринку. Значення обчислюються як середні добові норми, виміряні у відсотках. Ця змінна напряму пов'язана з процентною політикою НБУ та виступає достатнім показником директивних курсових ставок центрального банку¹. Емпірично доведено, що директивна схема процентних ставок може викривлявати оцінки, оскільки не завжди належним чином відображає реальний стан розвитку економіки (Podpiera, 2008).

Табл. 21.7 демонструє описову статистику цієї змінної. Серед наведених змінних це найбільш мінливий показник (див. стандартне відхилення). Хоча максимальне значення визначено як 13,25 %, середнє становило 3,116 %. У табл. 21.8 і 21.9 наведено порівняльну описову статистику двох півперіодів. Зауважимо, що середнє значення короткострокової процентної ставки зменшилося з 4,392 % у вибірці за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. до 1,79 % у вибірці за I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р. Окрім того, знизилася волатильність короткострокової процентної ставки, про що свідчить стандартне відхилення. Таким чином, НБУ вдалося стабілізувати процентні ставки на нижчому рівні.

Інфляційний розрив. Обчислюється як різниця між фактичною інфляцією та цільовим показником інфляції, встановленим НБУ. На основі часових рядів інфляції можна визначити величину інфляційного розриву. Часовий ряд вимірює зміни в індексі споживчих цін (ІСЦ) у поточному періоді відносно попереднього періоду. Цільові показники інфляції НБУ наведено в табл. 21.10.

¹ Правління НБУ приймає рішення щодо облікових ставок на основі восьми регулярних засідань на рік. Національний банк практикує тижневий “режим тиші” щодо монетарної політики протягом семи діб до ухвалення й оголошення рішення з монетарної політики. Він починається в останній четвер до засідання Правління з питань монетарної політики та завершується о 14:00 у день засідання одночасно з публікацією рішення Правління з монетарної політики на офіційному інтернет-ресурсі НБУ.

Таблиця 21.10

Цільові показники інфляції НБУ, %

Рік	Ціль інфляції
2016	12 (± 3)
2017	8 (± 2)
2018	6 (± 2)
2019	5,8 (± 1)
2020	5,5 (± 1)
2021	5 (± 1)

Складено за даними офіційного сайту Національного банку України. URL: <https://www.bank.gov.ua/>.

Де-факто режим інфляційного таргетування запроваджено в середині 2015 р. шляхом оголошення цілей на кінець 2016 р. За оцінками НБУ, горизонт дії монетарної політики становить від 9 до 18 місяців. Для всіх періодів цільовий показник інфляції визначено як інтервальний. Ця процедура має допомогти зменшити похибку прогнозу інфляції. Наприклад, коли ціль інфляції наблизитися до нуля, центробанк не зацікавлений в стимулюванні економічного зростання. Для обчислення інфляційного розриву припустимо, що центробанк встановив цільову інфляцію як середнє значення цих інтервалів. Як показано в табл. 21.7, інфляційний розрив є другою найбільш волатильною змінною, про що свідчить стандартне відхилення. На відміну від короткострокової процентної ставки, інфляційний розрив істотно не змінився в підвибірках. Однак його волатильність знизилася з 2,639 у підвибірці за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. до 1,341 у підвибірці за I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р. (див. табл. 21.8, 21.9). Це свідчить про те, що запровадження таргетування інфляції сприяло стабілізації цін.

Розрив випуску. Розрив виробництва визначається як різниця між фактичним обсягом виробництва й потенційним (довгостроковим) випуском в економіці. Випуск в економіці визначається часовим рядом реального ВВП. У дослідженні доцільно використовувати часовий ряд сезонно скоригованого реального ВВП, обчисленого за витратним підходом та індексованого до базового періоду 2015 р. Часовий ряд розриву випуску обчислюється із застосуванням фільтра Ходріка – Прескотта для реального ВВП у часовому ряді (Hodrick, & Prescott, 1997). Для отримання розриву виробництва у вигляді різниці у відсотках, потрібно логарифмувати тренд потенційного ВВП і відняти його від логарифма реального ВВП. Зауважимо, що в першій підвибірці, за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р., розрив випуску був менш волатильним, ніж у другій (див. табл. 21.8, 21.9). Це спричинено світовим локдауном та зупинкою виробництва через пандемію COVID-19.

Розрив обмінного курсу. У правилі Тейлора мається на увазі перевірка гіпотези врахування центральним банком обмінного курсу в процесі прийняття рішення про встановлення режиму курсової політики. Основна проблема полягає в тому, як ви-

значити розрив обмінного курсу. Якщо центробанк має фіксований режим валютного курсу та встановлює фіксований курс обміну, ця проблема розв'язується просто. У такій ситуації цільове значення показника валютного курсу віднімається від фактичного значення обмінного курсу. Отриманий показник і є розривом обмінного курсу.

Утім, під час нетрадиційної політики валютних інтервенцій у I кв. 2020 р. НБУ націлює курс гривні до долара США на 27 грн за підсумками року. Проте ця політика не означала, що на процентні ставки вплине розрив обмінного курсу, оскільки НБУ мав на меті підтримувати низькі процентні ставки й волатильність обмінного курсу, аби сприяти поверненню інфляції до цільового рівня 5,5 % (рис. 21.13). Отже, недоцільно обирати чітку ціль, яка становитиме розрив обмінного курсу.

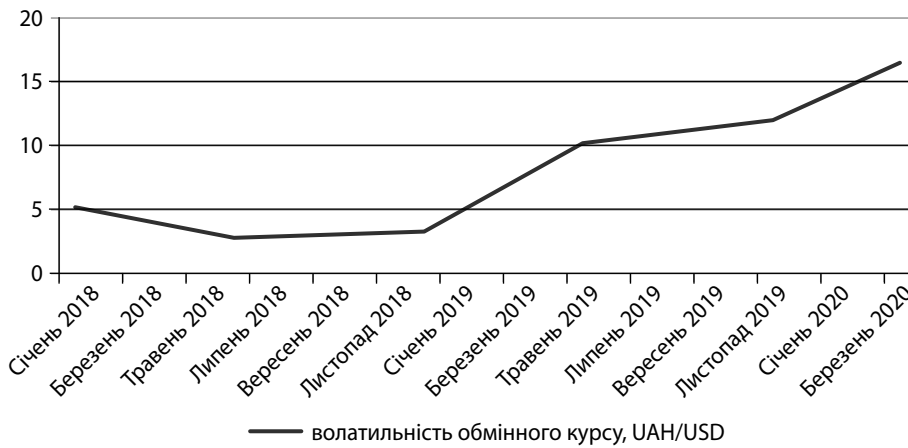


Рис. 21.13. Місячна волатильність обмінного курсу гривні до долара США, %

Побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України. URL: <https://www.bank.gov.ua/>.

Для відображення довгострокової тенденції розриву обмінного курсу можна використати фільтр Ходріка – Прескотта (Hodrick, & Prescott, 1997). Щоб отримати розрив обмінного курсу як відхилення у відсотках, потрібно відняти логарифм очікуваної тенденції обмінного курсу від логарифма фактичного обмінного курсу. На відміну від волатильності розриву випуску, волатильність обмінного курсу була помітно вищою в першому періоді підвибірки, III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. (див. табл. 21.8, 21.9). Це було спричинено низкою факторів, зокрема відмовою від режиму фіксованого курсу й переходом до плаваючого курсу, що визначається на міжбанківському валютному ринку. Наслідком стала девальвація гривні в лютому 2015 р., однак надалі українська валюта почала зміцнюватися.

У табл. 21.11 наведено результати оцінки GMM-моделі, отриманої з рівняння (18). Оцінки проведено на чотирьох вибірках. Достовірність t -тестів забезпечується використанням коваріаційної матриці гетероскедастичності з автокореляцією (HAC) (Newey, & West, 1987).

Таблиця 21.11

Оцінка GMM-результатів (HAC-robust)

Показник	Залежні змінні (dependent variable)			
	Процентна ставка (interest rate)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ρ	0,831*** (0,073)	0,877*** (0,036)	0,756*** (0,121)	0,609*** (0,133)
$\bar{r}$	5,414*** (1,609)	5,947*** (1,306)	0,717* (0,394)	1,241*** (0,151)
ξ_{π}	1,974*** (0,422)	2,638*** (0,635)	0,209 (0,156)	0,468*** (0,148)
ξ_x	-2,348 (2,415)	-1,620 (4,421)	-1,689 (1,221)	-0,057 (0,176)
ξ_{ε}	0,247 (0,514)	0,437 (1,310)	0,451 (0,620)	-0,193 (0,322)
Спостереження (observations)	24	14	10	8
R^2	0,925	0,925	0,392	0,873
Adjusted R^2	0,922	0,920	0,338	0,860
Residual Std. Error	1,176	1,364	0,574	0,264
J-statistic	2,364	2,781	1,251	2,201
Prob(J-statistic)	0,500	0,427	0,741	0,532

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Примітка. (1) оцінка результатів для всього діапазону даних за III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р.; (2) оцінка результатів підвибірки за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р.; (3) оцінка результатів підвибірки за I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р.; (4) оцінка результатів підвибірки за I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р.

Складено за: (Newey, & West, 1987).

Дані табл. 21.11 свідчать, що на рівні значущості 95 % для всіх чотирьох вибірок вага розриву обмінного курсу й розриву випуску є незначущою. Таким чином, НБУ виконує свій конституційний обов'язок підтримувати цінову стабільність. Вторинні цілі становлять інтерес лише тоді, коли досягнуто головної мети.

J-статистика показує, що вибір $t-1$ і $t-2$ лагових змінних інфляційного розриву, розриву випуску й розриву обмінного курсу, а також $t-2$ та $t-3$ лагових змінних процентної ставки є екзогенним, тому ці змінні виступають дієвими інструментами. Оцінка результатів (1) виконується на всьому діапазоні даних за III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р. Модель досить якісно передбачає процес генерування даних щодо процентної ставки. Оцінка результатів (2) береться лише в діапазоні першої підвибірки, за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. Модель також є цілком достатньою. Навпаки, несистематичний шок для ключових змінних, спричинений зупинками виробництва у зв'язку з пандемією COVID-19, серйозно шкодить прогнозам моделі (3),

яка оцінюється на підвибірці за I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р. Оцінка результатів (4) ускладнюється отриманням достовірних оцінок після кризи 2020 р. Можливо, для отримання таких оцінок доцільніше виключити період I–IV кв. 2020 р., який аналізується в моделі (4), де оцінюється тільки підвибірка за I–IV кв. 2019 р.

Оцінений параметр згладжування ρ є порівняно високим. Це свідчить про те, що Національний банк проводить політику зміни облікових ставок досить плавно (за винятком кризових періодів, коли різке підвищення облікової ставки є вкрай необхідним для стримування спіралі інфляції). Для першої підвибірки параметр ρ найвищий (модель (2)), що означає зниження поведінки згладжування процентних ставок НБУ в період I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р. (модель (4)).

Політично нейтральна ставка $\bar{r}$, що означає довгострокову рівновагу номінальної процентної ставки, істотно знизилася між двома півперіодами: з 5,947 % у підвибірці за III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р. до 1,241 % у підвибірці за I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р. Це зниження частково зумовлене наближенням інфляції до свого цільового значення, а також загальним зростанням грошової маси.

Вплив Національного банку на величину інфляційного розриву ξ_{π} зменшився зі значення 2,638 у першій підвибірці (III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р.) до 0,468 у третій підвибірці (I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р.). Таким чином, НБУ відреагував на спостережуваний інфляційний розрив м'якою процентною політикою, знизивши процентну ставку на декілька пунктів порівняно з першою підвибіркою. Може скластися враження, що центральний банк втратив пильність у підтримці цінової стабільності, але це не так, оскільки ціни протягом усього періоду залишалися стабільними, незважаючи на меншу вагу інфляційного розриву. Головна причина зниження цього показника – прагнення закорити інфляційні очікування в економіці.

21.5. Вплив монетарної політики НБУ на рівень безробіття й темпи розвитку галузей

Рівень безробіття є одним із ключових показників для вимірювання ефективності розвитку ринку праці. Донедавна основними причинами безробіття в Україні були економічна нестабільність, світова економічна криза, нерозвиненість ринкової інфраструктури, міграція та диспропорції в регіональному розподілі населення. Водночас повномасштабна війна спричинила зміну тенденцій і диспропорції на внутрішньому ринку праці внаслідок цілеспрямованого руйнування економічної інфраструктури й міграції населення всередині країни. Проаналізуємо динаміку рівня безробіття в Україні та перспективи функціонування вітчизняного ринку праці впродовж 2015–2022 рр.

Враховуючи трансформації у сфері зайнятості протягом останніх років, доцільно з'ясувати монетарні (річний ІСЦ, рівень облікової ставки) та немонетарні (середньорічна мінімальна заробітна плата, чисельність економічно активного населення) чинники безробіття в Україні. З метою виявлення впливу різних факторів на рівень безробіття (результативний показник Y) було проведено оцінку параметрів множинної регресії за допомогою методу найменших квадратів. Ці фактори вклю-

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

чають чотири незалежні змінні: індекс споживчих цін (ІСЦ – X_1), облікову ставку (X_2), середньорічну мінімальну заробітну плату (X_3) і чисельність економічно активного населення (X_4).

Таблиця 21.12

Статистичні дані для оцінки регресії впливу монетарної політики на рівень безробіття

Рік	Рівень безробіття (Y), %	ІСЦ (X_1), %	Облікова ставка (X_2), %	Середньорічна мінімальна зарплата (X_3), грн	Чисельність економічно активного населення (X_4), тис. осіб
2015	9,5	143,3	22,0	1 298	17 396,0
2016	9,7	112,4	14,0	1 476	17 303,6
2017	9,9	113,7	14,5	3 200	17 193,2
2018	9,1	109,8	18,0	3 723	17 296,2
2019	8,6	104,1	13,5	4 173	17 381,8
2020	9,9	105,0	6,0	5 000	16 917,8
2021	10,3	110,0	9,0	6 500	16 666,8
2022	21,1	126,6	25,0	6 700	12 000,0

Складено в середовищі MS Excel за даними офіційних сайтів Державної служби статистики України та Національного банку України.

У табл. 21.12 наведено вихідні дані для розрахунку регресії. Як видно, упродовж 2015–2022 рр. зростання ІСЦ коливалося від +43,3 в. п. у 2015 р. до +26,6 в. п. у 2022 р.; облікова ставка змінювалася залежно від жорсткості режиму монетарної політики, що застосовувався для приведення інфляції до цілі; чисельність економічно активного населення зменшилася на 31 %; середньорічна мінімальна заробітна плата підвищилася у 5 разів. Використовуючи пакет MS Excel “Аналіз даних” для розрахунку параметрів регресії, проаналізуємо вплив монетарних чинників на рівень безробіття. Отримаємо таку модель:

$$Y = 11,21338603 - 0,064636432X_1 + 0,476845472X_2. \quad (21.20)$$

Коефіцієнт детермінації R^2 становить 0,3497. Чим він ближчий до одиниці, тим тіснішим є зв'язок між рівнем безробіття й монетарними факторами. Отже, останні пояснюють зміни рівня безробіття на 34,97 %, решта 65,03 % характеризується впливом інших факторів, не включених у модель. Згідно з регресією, збільшення ІСЦ на 1 % знижує рівень безробіття в Україні на 0,064636432 %. Це підтверджує закон Філіпса про зв'язок між безробіттям та інфляцією (Phillips, 2022). Зростання облікової ставки на 1 % підвищує рівень безробіття на 0,476845472 %. Це пов'язано з тим, що чим жорсткіша монетарна політика, тим більшими є процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку й, відповідно, менше підприємств зацікавлені в кредитних ресурсах. Тому збільшення процентних ставок негативно впливає на економічну активність, підвищуючи рівень безробіття.

Далі розрахуємо параметри регресії для немонетарних чинників рівня безробіття. Отримаємо таку модель:

$$Y = 50,84744494 - 0,000205698X_3 - 0,002361484X_4. \quad (21.21)$$

Коефіцієнт детермінації R^2 становить 0,9978. Чим він ближчий до одиниці, тим тіснішим є зв'язок між рівнем безробіття й немонетарними факторами. Таким чином, останні найбільше пояснюють зміни рівня безробіття, на 99,78 %, решта 0,22 % характеризується впливом інших факторів, не включених у модель. Згідно з регресією, збільшення середньорічної мінімальної зарплати на 1 % знижує рівень безробіття в Україні на 0,000205698 %, оскільки робочі місця з мінімальною заробітною платою стають привабливішими для безробітних. Відповідно до моделі, безробіття зменшується на 0,002361484 %, якщо чисельність економічно активного населення зростає на 1 000 осіб. Цей результат не видається логічним, оскільки пропозиція праці зростає зі збільшенням частки економічно активного населення.

Такий парадокс можна частково пояснити зростанням чисельності приватних підприємств, які створюють нові робочі місця, тим самим сприяючи зниженню рівня безробіття. Однак вплив цього фактора на рівень безробіття є суперечливим і потребує подальших досліджень щодо інших факторів. Враховуючи результати моделювання, у довгостроковій перспективі, за інших рівних умов, для зниження рівня безробіття в Україні доцільно реалізувати такі заходи:

- 1) розвивати туристичну галузь для стимулювання створення нових робочих місць;
- 2) стабілізувати економічну ситуацію в частині стримування інфляції та підвищення мінімальної заробітної плати;
- 3) відстежувати зміни попиту на робочу силу на ринку й адаптувати пропозицію праці до попиту тощо.

Водночас пандемія COVID-19 у 2020–2021 рр. і початок повномасштабної війни у 2022 р. істотно скоригували тенденції щодо безробіття в Україні. Для визначення впливу пандемії COVID-19 проаналізуємо поквартальні зміни рівня безробіття в нашій країні протягом 2017–2021 рр., тобто до та після її початку (рис. 21.14).

На рис. 21.14 показано сезонні коливання рівня безробіття, які припадають на I кв. кожного року. Рівень безробіття знижувався впродовж I–III кв. 2017 р., а потім зростав до I кв. наступного року. Ця тенденція зберігалася до II кв. 2020 р. і пояснюється особливостями поширення пандемії COVID-19 в Україні. Перші випадки інфікування в нас було зафіксовано в березні 2020 р. Згодом Уряд запровадив надзвичайний стан по всій країні із жорсткими карантинними обмеженнями, що істотно вплинуло на ринок праці. У I кв. 2021 р. це явище ускладнилося піком пандемії COVID-19 та запровадженням в Україні чергового карантину.

Останніми роками рівень безробіття в державі на рівні 10–11 % становив серйозну економічну й соціальну загрозу, хоча у 2021 р. цей показник поступово знижувався завдяки розвитку нових видів бізнесу та форм зайнятості, особливо дистанційної. Масова вакцинація й подальше зниження захворюваності на коронавірус

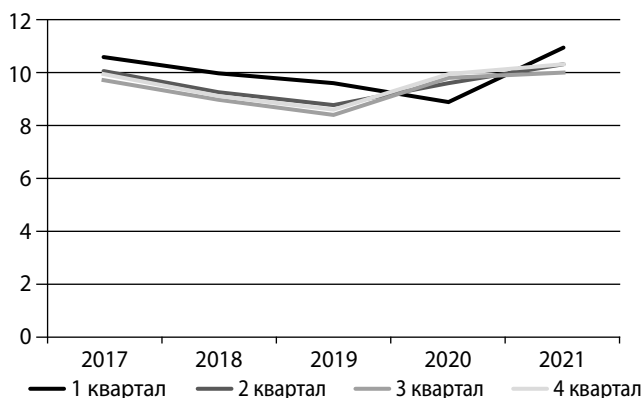


Рис. 21.14. Динаміка рівня безробіття в Україні у 2017–2021 рр.

Побудовано за даними офіційного сайту Державної служби статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>.

повинні були сприяти стабілізації ситуації на ринку праці. Однак початок 2022 р. докорінно змінив життя країни. Повномасштабна війна унеможливила будь-які прогнози та державні заходи боротьби з безробіттям, поставивши під сумнів саме існування національної економіки.

У цьому контексті варто згадати теорію “чорного лебедя” в сучасних реаліях. Її автором є американський математик Н. Н. Талеб, який вивчає проблеми випадковості та ймовірності. У своїй книзі він розглядає події на кшталт чорного лебедя, тобто непередбачувані ситуації, що мають значний вплив на світ (Taleb, 2007). Згідно з цією теорією, спочатку пандемія COVID-19, а згодом повномасштабна війна стали “чорними лебедями” для України, а перебіг війни та економічні втрати від бойових дій виявилися непередбачуваними.

Після початку активних бойових дій в Україні пандемія COVID-19 перестала бути ключовим фактором внутрішнього ринку праці. У I кв. 2022 р. близько 25 % населення України мігрувало в західні регіони й за кордон. Повсякденне життя на східних територіях було порушене, а західні регіони отримали мільйони безробітних, що посилило тиск на регіональний ринок праці. За даними Міністерства економіки України, у перший місяць війни було закрито 30–35 % підприємств (Максимчук, & Кравець, 2022). Для уникнення масового безробіття та економічної рецесії український уряд запровадив безпрецедентну політику дерегуляції й лібералізації бізнесу. Вона була покликана стимулювати економічну активність підприємств і, в разі потреби, перемістити їх у безпечні регіони. Заходи передбачали значне зниження податкового навантаження на роботодавців та самозайнятих працівників, зокрема (Татарова, 2022):

- можливість застосування спрощеної системи оподаткування для фізичних осіб – підприємців і юридичних осіб, якщо їхній річний календарний дохід не перевищує 10 млрд грн та в разі виконання кількох додаткових умов. Єдиний

податок було встановлено на рівні 2 % для всіх трьох груп платників, при цьому сплата податку на період дії воєнного стану є добровільною для платників першої й другої груп;

- добровільна сплата ЄСВ для фізичних осіб – підприємців, фрілансерів і фермерів починаючи з 1 березня 2022 р. та до закінчення воєнного стану, а також протягом року після цього. Крім того, сплата ЄСВ є добровільною для роботодавців, які обрали спрощену систему оподаткування, й фізичних осіб – підприємців та найманих працівників, призваних під час мобілізації на військову службу до Збройних Сил України;
- зниження ставки ПДВ із 20 до 7 % на операції з імпорту й постачання бензину, важких дистилатів, скрапленого газу, нафти та нафтопродуктів, видобутих зі бітумінозних порід (корисних копалин) на період дії воєнного стану;
- звільнення від оподаткування ПДВ операцій з увезення та постачання на митній території України товарів оборонного призначення, а також операцій з увезення й постачання спеціальних засобів індивідуального захисту та броньованих автомобілів для добровільних формувань територіальних громад, утворених відповідно до законів України;
- нульова ставка акцизного податку на бензин, інші нафтопродукти, важкі дистилати, скраплений газ, пропан, ізобутан;
- зменшення загального оподаткованого доходу на суму благодійної допомоги, наданої благодійниками на користь учасників бойових дій, працівників організацій, що здійснюють заходи із забезпечення національної безпеки й оборони, фізичних осіб, які проживають у населених пунктах, де ведуться бойові дії, та/або вимушено залишили своє місце проживання під час дії правового режиму воєнного й надзвичайного стану;
- звільнення від сплати земельного податку та орендної плати за земельні ділянки державної й комунальної власності та паї, що знаходяться в районах проведення бойових дій, на тимчасово окупованих територіях, а також на територіях, що забруднені вибухонебезпечними предметами та/або на яких розташовані фортифікаційні споруди, з 1 березня 2022 р. до 31 грудня року, наступного за тим, в якому було припинено воєнний стан;
- звільнення від сплати екологічного податку об'єктів, розташованих у районах ведення активних бойових дій або на тимчасово окупованих територіях, у 2022 податковому році тощо. Крім податкових пільг, уряд виділив 25 млрд грн на посівну для компенсації процентів і надання кредитних гарантій для малих та середніх агровиробників¹.

Проаналізуємо вплив монетарної політики НБУ на темпи розвитку галузей у 2015–2022 рр. Враховуючи циклічність розвитку галузей національної економіки протягом останніх років, доцільно з'ясувати вплив монетарних і немонетарних

¹ Кабмін виділив 25 млрд грн на пільгові кредити для проведення посівної. *AgroPolit.com*. 2022. URL: <https://agropolit.com/news/23430-kabmin-vidiliv-25-mlrd-grn-na-pilgovi-krediti-dlya-provedennya-posivnoyi>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

чинників на темпи розвитку вітчизняних галузей. З метою виявлення впливу цих факторів на показник номінального ВВП (результативний показник Y) було проведено оцінку параметрів множинної регресії за допомогою методу найменших квадратів. Ці фактори включають чотири незалежні змінні: індекс споживчих цін (ІСЦ – X_1), облікову ставку (X_2), середньорічну мінімальну заробітну плату (X_3) та чисельність економічно активного населення (X_4).

Таблиця 21.13

Статистичні дані для оцінки регресії впливу монетарної політики на темпи розвитку галузей

Рік	Номінальний ВВП (Y), млн грн	ІСЦ (X_1), %	Облікова ставка (X_2), %	Середньорічна мінімальна зарплата (X_4), грн	Чисельність економічно активного населення (X_5), тис. осіб
2015	1 979 458	143,3	22,0	1 298	17 396,0
2016	2 383 182	112,4	14,0	1 476	17 303,6
2017	2 982 920	113,7	14,5	3 200	17 193,2
2018	3 558 706	109,8	18,0	3 723	17 296,2
2019	3 974 564	104,1	13,5	4 173	17 381,8
2020	4 194 102	105,0	6,0	5 000	16 917,8
2021	5 459 574	110,0	9,0	6 500	16 666,8
2022	5 191 028	126,6	25,0	6 700	12 000,0

Складено в середовищі MS Excel за даними офіційних сайтів Державної служби статистики України та Національного банку України.

У табл. 21.13 наведено вихідні дані для розрахунку регресії. Як бачимо, упродовж 2015–2022 рр. динаміка номінального ВВП змінювалася від +20,4 в. п. у 2016 р. порівняно з 2015 р. до -4,9 в. п. у 2022 р. порівняно з 2021 р. Такі зміни були пов'язані зі спадом економічної активності в експортоорієнтованих галузях, що перебували під впливом економічних і політичних факторів. Використовуючи пакет MS Excel “Аналіз даних” для розрахунку параметрів регресії, проаналізуємо вплив монетарних чинників на обсяг номінального ВВП. Отримаємо модель:

$$Y = 8753199,713 - 48187,87981X_1 + 34974,64205X_2. \quad (21.22)$$

Коефіцієнт детермінації R^2 становить 0,1547. Чим він ближчий до одиниці, тим тіснішим є зв'язок між номінальним ВВП і монетарними факторами. Отже, останні пояснюють зміни рівня безробіття на 15,47 %, решта 84,53 % характеризується впливом інших факторів, не включених у модель. Згідно з регресією, зв'язок між результативною ознакою Y та факторними ознаками X_1 і X_2 є несуттєвим.

Далі розрахуємо параметри регресії для немонетарних чинників номінального ВВП. Отримаємо модель:

$$Y = 310666,6608 + 635,456216X_3 + 51,90192657X_4. \quad (21.23)$$

Коефіцієнт детермінації R^2 становить 0,9826. Чим він ближчий до одиниці, тим тіснішим є зв'язок між показником номінального ВВП і немонетарними факторами. Таким чином, останні найбільше пояснюють зміни результативної ознаки Y , на 98,26 %, решта 1,74 % характеризується впливом інших факторів, не включених у модель. Згідно з регресією, збільшення середньорічної мінімальної зарплати на 1 % підвищує показник номінального ВВП на 635,456216 %, оскільки зв'язок між рівнем заробітної плати й номінальним ВВП є прямо пропорційним. Відповідно до регресійної моделі, показник номінального ВВП зростає на 51,90192657 %, якщо чисельність економічно активного населення збільшується на 1000 осіб.

За оцінками експертів, кредитні та податкові гавані є причиною масштабно-го дефіциту державного бюджету у 2022 р. Наразі уряд покриває його за рахунок залучення внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів. Однак зробити це буде не-просто, що призведе до зниження номінального ВВП в Україні. Причинами цього є:

- 1) руйнування великої кількості об'єктів інфраструктури, що унеможливає відновлення бізнесу й торговельних потоків;
- 2) затримка посівної кампанії та скорочення посівних площ через замінування територій, знищення сільськогосподарської техніки й запасів пального;
- 3) міграція українців за кордон у пошуках притулку тощо¹.

На тлі війни в Україні пандемія COVID-19 досі впливає й впливатиме на по-дальший розвиток вітчизняної економіки та безробіття. У поєднанні з війною цей фактор стимулюватиме зростання зайнятості в системі охорони здоров'я, включа-ючи фармацевтику, фізичну й психологічну реабілітацію; розширення дистанційної зайнятості; упровадження нових цифрових технологій тощо.

Поряд із пандеміями та війнами технологічний прогрес може принести найнеочі-куваніші зміни на сучасному ринку праці. Штучний інтелект і квантові комп'ютери можуть стати "чорними лебедями" майбутнього. Такі зміни створять нову політичну, управлінську чи економічну реальність, яка посилить людство та водночас зробить його вразливішим (Gondyul, Saprykina, & Zaitseva-Chipak, 2022). Можна виокреми-ти тенденції, що впливатимуть на вітчизняний ринок праці в майбутньому, як-от²:

- 1) технологічні трансформації;
- 2) зміна економічних і соціальних моделей;
- 3) подальша глобалізація;
- 4) екологічні зміни.

Україна має на меті знизити рівень безробіття до 5 % у 2030 р., тобто вдвічі по-рівняно з III кв. 2021 р., коли цей показник становив 10 %. Мета досить амбітна та не враховує фактор військових дій у країні. Сьогодні її досягнення значною мірою залежить від термінів завершення війни, подальшої макроекономічної стабілізації й економічного зростання, що матиме позитивний вплив на учасників ринку праці.

¹ Світовий банк чекає на падіння ВВП України в 2022 році на 45,1% і зростання бідності в 11 ра-зів / Interfax-Україна. URL: <https://interfax.com.ua/news/economic/823064.html>.

² The Future of Jobs Report 2020 / World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports/thefuture-of-jobs-report-2020>.

Ефективна післявоєнна макроекономічна політика сприятиме створенню в Україні нових робочих місць (Jolly, & Davies, 2022).

Ще однією тенденцією є подальший розвиток дистанційної зайнятості та гнучкого робочого часу в Україні, що зумовлено пандемією COVID-19 та внутрішньою й зовнішньою міграцією українців через війну. Наприклад, сьогодні держава дозволяє вчителям працювати віддалено, навіть за кордоном. Враховуючи сучасні реалії, працівники та роботодавці шукатимуть форми співпраці, комфортні для обох сторін¹.

Загалом інновації, цифрові технології, клієнти з новими звичками, глобальні й національні загрози формуватимуть нові можливості та бар'єри для післявоєнного розвитку бізнесу в різних секторах національного ринку праці. Основними напрямками цих змін є:

1. Використання нових технологій у вітчизняній економіці. Протягом наступних кількох років технологія блокчейн буде консолідуватися й використовуватися для різноманітних цілей, підвищуючи інформаційну прозорість і децентралізацію. Нові моделі кинуть виклик збереженню та управлінню транзакціями даних. Це дасть можливість компаніям розробляти нові фінансові продукти й послуги. Розширення Інтернету призведе до появи мільйонів джерел інформації, здатних вимірювати та поєднувати фізичні й цифрові дані (наприклад, за допомогою біометричної автентифікації) для створення та просування товарів і послуг. Квантові обчислення відкриють нові можливості для економіки в режимі реального часу та змінять характер зайнятості.

2. Поява нових конкурентів на внутрішньому ринку праці. Після того як інноваційні технології вийдуть на фінансовий ринок, нові великі конкуренти створять цифрові фінансові установи, що кинуть виклик традиційним банківським установам. Невеликі фінансові компанії переважно спеціалізуватимуться на певних секторах і поступляться місцем великим корпораціям, які зосередяться на онлайн-платежах та загальних фінансових послугах для своїх клієнтів, що змінить ринок праці.

3. Оновлення законодавства. У 2021 р. було прийнято Закон України "Про платіжні послуги", де було враховано норми європейських регуляторних актів, зокрема Другої платіжної директиви (PSD2) і Директиви про електронні гроші (EMD). Цей закон захищає права споживачів платіжних послуг та забезпечує прозорість їх надання². Він трансформує фінансовий сектор, сприятиме розвитку конкуренції, надаватиме кращий захист від шахрайства та змінить структуру робочого місця.

4. Диджиталізація економіки України створить більше можливостей для поліпшення продуктивності праці, зниження виробничих витрат, підвищення конкурентоспроможності вітчизняних компаній і розвитку ринку праці, оскільки суспільні потреби можуть бути краще задоволені в цифрову епоху. Пандемія COVID-19 істотно прискорила системні зміни на ринку праці та вплинула на темпи його розвитку.

¹ Національна економічна стратегія 2030 / Центр економічного відновлення. 2022. URL: <https://nes2030.org.ua>.

² Про платіжні послуги : Закон України від 30.06.2021 № 1591-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1591-20#Text>.

Висновки до розділу 21

Досліджуючи вплив рішень центробанків у 2020–2021 рр. у відповідь на пандемічний і наступний шоки, можна підсумувати, що ця політика дала обмежені, але при цьому помітні позитивні результати. Зокрема, монетарна політика ЄЦБ, запроваджена з метою компенсувати надзвичайний шок пандемії, була ефективною в частині поліпшення умов банківського кредитування підприємств і домогосподарств та опосередковано підтримала фіскальну стабільність для країн із високим боргом в єврозоні.

Вжиті заходи сприяли подоланню надзвичайної ситуації. Продовження цієї політики у 2021 р. та її поєднання з централізованою й експансіоністською фіскальною політикою дало змогу багатьом країнам подолати негативний економічний вплив і водночас створити підґрунтя для економічного відновлення.

Особливо слід підкреслити роль стабільності валютного курсу. Беручи до уваги активні зусилля деяких країн ЦСЄ та Східної Європи вплинути на обмінний курс своїх валют у 2020 і 2021 рр., питання таргетування обмінного курсу як “другого інструмента” центральних банків у малих відкритих економіках набуває ще більшої актуальності (Ghosh, Ostry, & Chamon, 2016).

Відносну ефективність монетарної політики в країнах ЦСЄ у 2020 р. можна пояснити швидкою реакцією центральних банків на пандемічний шок, а також запровадженням у всьому світі антикризових монетарних заходів, які пом'якшили несприятливі наслідки глобального шоку. Центробанки ЦСЄ та Східної Європи, подібно до монетарних органів розвинутих країн, помітно відійшли від своєї звичайної практики проведення монетарної політики. Вони швидко запровадили знижені, близькі до нуля, ставки та інші заходи кількісного пом'якшення. При цьому найбільший ефект мали перші серії рішень центральних банків в їх взаємовпливі з рішеннями урядів розвинутих країн.

У розрізі різних груп країн Європи за рівнем розвитку підтверджується наявність впливу процентної політики на ключові макроекономічні показники в групі найбільш розвинутих країн. У групі країн, що розвиваються, цей вплив є менш вираженим. Причина полягає в тому, що монетарна політика в країнах, що розвиваються, є сама по собі недосформованою, як і їхні фінансові ринки. Крім того, структурні характеристики цих економік роблять їх більш залежними не від ендегенних регуляторних імпульсів, а від екзогенних цінових шоків (на обмінні курси, фінансові активи, а головне на сировинні товари, які великою мірою формують їхні доходи на зовнішніх ринках), а також від шоків монетарних рішень розвинутих країн.

ЕВА визнала необхідність прагматичного підходу в процесі наглядової перевірки та оцінки (SREP) у 2020 р., а також у плануванні відновлення й рекомендувала наглядовим органам зосередити свої зусилля на найістотніших ризиках і вразливостях, викликаних кризою. На глобальному рівні імплементацію стандартів Базель III, завершену в грудні 2017 р., було відкладено на один рік, до січня 2023 р. У Європі ЕВА нагадала, що буфери капіталу й ліквідності, накопичені банками з часом, були резервом для покриття збитків, але також мали забезпечити продовження кредитування економіки.

Криза COVID-19 також зробила помітнішими деякі недоліки в банківському секторі та прискорила певні тенденції, що впливають на галузь. У цьому сенсі криза може стати каталізатором реструктуризації й зробити банки більш стійкими та ефективними. Аналіз ЕВА показує, що сектор загалом є стійким, але банки, які увійшли в кризу з нижчим рівнем капіталу, поганими бізнес-моделями та вищими ризиками, можуть зіткнутися з більшими проблемами.

Потреба в розв'язанні проблеми надлишкової консолідації банківського сектору ставатиме дедалі важливішою, й наглядові органи підтримують заходи зі сприяння цьому процесу. Послідовне застосування європейської системи регулювання є передумовою впорядкованого виходу з кризи для національних банківських систем ЦСЄ. Попри величезні виклики, що очікують попереду, криза може стати каталізатором як для усунення існуючих вразливостей, так і для наближення регуляторного поля країн-кандидатів на членство в ЄС.

Криза також довела, що регуляторні реформи, узгоджені на глобальному рівні напередодні, були успішними в частині зміцнення стійкості банків. Хоча довгостроковий вплив COVID-19 ще належить визначити, достатній капітал і ліквідність, поліпшена якість активів, розширена цифрова ємність, ефективніше управління ризиками допоможуть банкам відреагувати на надзвичайну ситуацію.

Це підтверджує важливість надійної нормативно-правової бази та її ефективного впровадження. Загальноприйняті стандарти допомогли впоратися з цією кризою й підтвердили їх загальну корисність. Регуляторні органи довели, що готові до виклику та здатні повною мірою використовувати гнучкість, дозволену в пруденційній системі. Вони також були активними в запуску макропруденційного інструментарію, закладеного в рамках Базеля III.

З початком кризи мікро- й макропруденційні, європейські та національні монетарні органи дали недовозначно зрозуміти, що капітал існує для використання. Пом'якшення вимог до капіталу й заохочення банків до застосування своїх резервів ліквідності під час кризи не є природною реакцією для органів нагляду, але ці заходи є ключовими, щоб дозволити банківському сектору діяти як стабілізатор, а не підсилювач потрясінь. Саме це було метою включення макропруденційної перспективи в пруденційні стандарти.

Збільшення проблемних кредитів, відновлення інфляції, падіння вартості комерційної власності, закладеної як застава, – усе це приклади зустрічних вітрів, котрі банківський сектор повинен подолати, щоб знайти шлях до відновлення ефективності. Нижча маржа дає менші можливості для пом'якшення зростання резервів на покриття збитків за кредитами, а скорочення доходів може ще більше прискорити поточні плани щодо скорочення чисельності та звільнення робочих місць, що, ймовірно, призведе до небажаних наслідків із точки зору якості процесів і засобів контролю кредиторів.

Серед рекомендацій слід відзначити необхідність прискорення впровадження елементів макропруденційного регулювання та посиленої уваги до ризиків цифровізації в банківських системах. Важливо також пам'ятати про тенденцію посилення

сектору небанківських організацій і тіньового банківництва, особливо в контексті потужних тенденцій цифровізації грошового обігу.

Рада керуючих ЄЦБ прагнула відігравати провідну роль у підтримці всіх громадян єврозони в надзвичайно складний час пандемії COVID-19. З цієї метою ЄЦБ гарантував можливість для всіх секторів економіки скористатися сприятливими умовами фінансування, які дадуть їм змогу поглинути цей шок. Зазначене однаковою мірою стосувалося домогосподарств, підприємств, банків і урядів.

Рада керуючих намагалася робити все необхідне в межах своїх повноважень для підтримання макроекономічної стабільності в єврозоні. Вона була повністю готова збільшити обсяг своїх програм купівлі активів та скоригувати їх настільки, наскільки це буде необхідно в довгостроковій перспективі. Рада керуючих вивчала всі варіанти й непередбачувані обставини, щоб підтримати економіку під час пандемічного шоку.

Якщо деякі встановлені ліміти могли перешкоджати заходам ЄЦБ із проведення монетарної політики, котрих він повинен був вжити для виконання свого мандата, Рада керуючих розглядала можливість їх перегляду тією мірою, щоб зробити його дії пропорційними ризикам, з якими зіткнулися країни єврозони. ЄЦБ намагався не допустити жодних ризиків для безперешкодного передання своєї монетарної політики в усіх юрисдикціях єврозони.

Інфляція, що спостерігалася в єврозоні, вказує на порівняно невелике розкриття від'ємного розриву випуску за рахунок уповільнення тренду у 2020 р., а отже, на меншу частку негативного антиінфляційного ефекту попиту. Цей висновок, що спостережувана інфляція помітно ближча до гіпотези шоку 100 % пропозиції, не однаковою мірою стосується всіх економік єврозони, що пояснюється відмінностями в масштабах і профілі реакції інфляції в окремих країнах на шоки попиту та пропозиції порівняно із фактичними даними, які відображають різну величину падіння ВВП у 2020 р. Окрім того, це можна пояснити гіпотетичними сценаріями й різним впливом спостережуваних обмінних курсів в окремих країнах, а також ступенем перенесення обмінного курсу на ціни імпорту та його впливом на внутрішню інфляцію. Ще однією відмінністю є різний простір для реагування центральних банків до початку пандемії COVID-19 у вигляді пом'якшення монетарної політики через процентні ставки в сценарії 100-відсоткового від'ємного шоку попиту. Припущення щодо екзогенного шоку цін на нафту, що відображає різке падіння, яке спостерігалось у 2020 р., було однаковим для всіх спостережень.

Основою постпандемічного відновлення єврозони була ультратріма монетарна політика, що відображалась у низьких процентних ставках, "довгих" кредитах рефінансування та інших заходах, покликаних сприяти збільшенню обсягів кредитування реального сектору економіки й зростанню економічної активності. Процентні ставки за основними операціями рефінансування, а також за інструментом граничного кредитування та депозитним інструментом у період пандемії COVID-19 залишилися незмінними, на рівні 0, 0,25 і -0,5 % відповідно. Рада керуючих очікує, що ключові процентні ставки ЄЦБ залишатимуться на нинішніх або

нижчих рівнях доти, доки буде досягнуто стійкого наближення прогнозу інфляції до рівня, досить близького до 2 %, але нижчого за 2 % в межах прогнозного горизонту, й таке зближення послідовно відображатиметься в базовій динаміці інфляції. Завдяки цілеспрямованій монетарній політиці починаючи з 2021 р. економіка єврозони демонструє зростання ВВП.

Результати дослідження засвідчили наявність помірної кореляції між зміною процентних ставок і динамікою ВВП в єврозоні протягом 2020–2023 рр. Така кореляція є додатною, тобто процентні ставки та ВВП зростають. Для визначення причинно-наслідкового зв'язку між обліковою ставкою й динамікою ВВП застосовано метод Гренджера. Аналіз причинності Гренджера за 2020–2023 рр. показав, що зростання ВВП спричиняє зміну облікової ставки ЄЦБ із лагом в один рік. *F*-статистика та ступінь імовірності продемонстрували, що найістотніший вплив на приріст ВВП в окреслений період здійснювала процентна ставка ЄЦБ за кредитами.

Ієрархія цілей монетарної політики передбачає проведення оцінки правила Тейлора й відповідних змін в її параметрах на певному часовому горизонті. Зміни політики інфляційного таргетування НБУ в діапазоні даних за III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р. засвідчили, що параметри реакції на наведені вище змінні оцінюються як незначущі (95 %). Це свідчить про те, що НБУ чітко дотримується свого конституційного мандата щодо підтримки головної цілі – цінової стабільності.

Завдяки використанню узагальненого методу моментів (GMM) на різних інтервалах вибірки, вдалося відстежити зміни параметрів монетарної політики НБУ на горизонті політики III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р. Для зручності моніторингу змін вибірку поділено на дві підвибірки: III кв. 2015 – IV кв. 2018 р. і I кв. 2019 р. – II кв. 2021 р. Серед наведених змінних короткострокова процентна ставка виявилася найбільш волатильним показником, про що свідчить стандартне відхилення (2,795). Отже, Національному банку вдалося знизити процентні ставки, що позитивно вплинуло на динаміку інфляції.

Інфляційний розрив є другою найволатильнішою змінною, про що свідчить стандартне відхилення (2,096). Зниження волатильності інфляційного розриву на горизонті політики вказує на те, що запровадження інфляційного таргетування сприяло стабілізації цін.

Згладжування розриву випуску є однією з цілей реакції центрального банку за режиму інфляційного таргетування. В Україні волатильність ВВП є меншою, ніж інші змінні, включені в цільову функцію, що кореспондує з ціллю щодо “підтримки стійкого економічного зростання”. Розрив випуску є найменш волатильним показником, про що свідчить стандартне відхилення (0,801). Це пояснюється світовим локдауном та зупинкою виробництва через пандемію COVID-19.

Волатильність обмінного курсу була помітно вищою на горизонті політики, про що свідчить стандартне відхилення (1,443). Це пояснюється низкою факторів, зокрема відмовою від режиму фіксованого курсу й переходом до плаваючого курсу, що визначається під впливом попиту та пропозиції на міжбанківському валютному ринку.

Центральні банки мають конституційний мандат щодо реалізації монетарної політики. Чітке дотримання правил та інструментів монетарної політики здатне підтримувати стабільне економічне зростання. Впливаючи на економічні процеси в економіці, центробанки використовують традиційні й нетрадиційні інструменти, які дістали широку підтримку на практиці. Одним із таких інструментів є режим інфляційного таргетування.

Послідовність монетарної політики є ключем у досягненні запланованих цілей, що дає змогу економічним агентам своєчасно враховувати зміни в монетарній політиці центрального банку та включати їх у свої раціональні очікування для прийняття ефективних рішень. Несподівані зміни параметрів монетарної політики посилюють коливання ділового циклу й невизначеність в економіці. Чітке дотримання центробанками правил монетарної політики дає можливість вчасно згладжувати екзогенні шоки в економіці.

Дослідження підтверджує доцільність застосування правила Тейлора в умовах режиму інфляційного таргетування. Аналіз основних параметрів монетарної політики показує, що переваги центральних банків змінюються відповідно до вихідних даних цільової функції. Остання містить такі змінні елементи: інфляційний розрив, короткострокову процентну ставку, розрив випуску та розрив обмінного курсу.

За результатами оцінки GMM-моделі можна зробити такі висновки. По-перше, цей метод підтверджує достовірність застосування правила Тейлора щодо доцільності вибору цільової функції з наперед визначеними змінними параметрами на різних інтервалах вибірки. По-друге, J -статистика показує, що вибір $t-1$ і $t-2$ лагових інтервалів для заданих змінних величин (інфляційний розрив, розрив ВВП та розрив обмінного курсу), а також $t-2$ і $t-3$ лагових змінних процентної ставки є екзогенним, тому ці змінні виступають дієвими інструментами. По-третє, оцінка результатів моделі виконується на всьому діапазоні даних за III кв. 2015 р. – II кв. 2021 р. По-четверте, присутність у моделі на горизонті I кв. 2019 – II кв. 2021 р. несистематичних коливань для ключових змінних вказує на наявність шоків, викликаних рецесією виробництва у зв'язку з пандемією COVID-19. По-п'яте, високе значення (0,877) оціненого параметра згладжування ρ для першої підвибірки свідчить про те, що НБУ проводить зважену політику зміни облікових ставок. По-шосте, політично нейтральна ставка $\bar{r}$ істотно знизилася між двома півперіодами – з 5,947 % (III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р.) до 1,241 % (I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р.). Таке зниження поступово наближає показник інфляції до цільового значення. По-сьоме, величина інфляційного розриву ξ_{π} зменшилася з 2,638 (III кв. 2015 р. – IV кв. 2018 р.) до 0,468 (I кв. 2019 р. – IV кв. 2020 р.). Отже, Національний банк, реагуючи на інфляційний розрив, знижує процентні ставки для стимулювання сукупного попиту в економіці. Це позитивно впливає на інфляційні очікування економічних агентів та робить монетарну політику більш прогнозованою.

Політики, як правило, переймаються чотирма цілями: високий рівень реального ВВП на одну особу, низький рівень інфляції та безробіття, сприятливий торговельний баланс. Безробіття є однією з найгостріших проблем сучасної економіки. Його

зростання спричиняє значні негативні соціальні, економічні й політичні зміни. У 2020–2021 рр. пандемія COVID-19 стала краш-тестом для глобальної та національних економік, особливо для зайнятості. Хвиля локдаунів прокотилася багатьма країнами світу, щоб запобігти зростанню захворюваності й колапсу національних систем охорони здоров'я. Водночас вони призвели до закриття підприємств і втрати мільйонів робочих місць. Для України зниження рівня зайнятості спричинило серйозні економічні та соціальні збитки. Враховуючи потенційні зміни у структурі вітчизняної економіки через пандемію COVID-19, уряд мав би підтримати галузі, які створюють гідні й продуктивні робочі місця. Однак повномасштабне військове вторгнення росії в Україну 24 лютого 2022 р. поділило життя українців на “до” та “після” й істотно змінило трудові пріоритети. Через активні бойові дії та пандемію COVID-19 мільйони цивільних осіб втратили роботу й були змушені переїхати до безпечніших західних регіонів України або за кордон. Якщо уряд не сформує послідовну державну політику щодо подолання кризи на ринку праці, величезна армія безробітних може ускладнити стабілізацію економіки навіть після війни.

Таким чином, серед національних характеристик вагу рівня безробіття й темпів інфляції належним чином визнана на макроекономічному рівні. Іншими словами, взаємозв'язок між ринком праці та рівнем безробіття визнано в економічній літературі як важливий, оскільки реформи ринку праці зазвичай відбуваються в періоди слабкої економічної кон'юнктури й високого рівня безробіття. Таким чином, рівень безробіття є індикатором гнучкості ринку праці, з одного боку, а рівень інфляції відображає вартість придбання капіталу та впливає на розподіл капіталу, з другого боку, що призводить до викривлень у структурі національного капіталу. Отже, рівень безробіття та інфляції в країні можна розглядати як індикатори, котрі відображають зміни на ринках праці й капіталу.

ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО МОЖЛИВОСТЕЙ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ В УКРАЇНІ РЕКОМЕНДАЦІЙ МВФ ТА СВІТОВОГО БАНКУ ДЛЯ ІНСТИТУТІВ БАНКІВСЬКОГО НАГЛЯДУ, КОТРІ ЗДІЙСНЮЮТЬ ЗАХОДИ РЕАГУВАННЯ НА ПАНДЕМІЮ COVID-19

22.1. Заходи реагування органів монетарної політики на спалахи пандемії

Аналіз заходів європейських центробанків у 2020 р. дає змогу виокремити дві фази. На першій фазі було вжито апробовані раніше заходи з короткостроковим ефектом, а на другій, коли став очевидним тривалий характер пандемії COVID-19, склалася нова парадигма монетарної політики із середньостроковим ефектом. На першій фазі головна увага приділялася підтримці ліквідності ринків у цілому та бізнесу, а на другій – відновленню фінансування домогосподарств і підприємств. Показово, що поряд із падінням ВВП у 2020 р. в абсолютній більшості країн в окремих державах доходи домогосподарств зросли.

Масштаб та швидкість пандемії, а відповідно, і викликаного стресу потребували термінової реакції. Традиційна монетарна політика не була придатною для цього. Проте центральні банки відіграли важливу роль у зменшенні невизначеності своїми послідовними заходами, такими як розширення операцій з ліквідністю, придбання державних, а в деяких країнах корпоративних облігацій, строкового фінансування. Такі заходи забезпечили достатню ліквідність у банківській системі й вплинули на ефективність функціонування фінансових ринків. Разом із діями у сфері регулювання, включно з поступками щодо вимоги до регулятивного капіталу, це уможливлювало дію фінансової системи в ролі амортизатора, одночасно послаблюючи тягар обслуговування боргу для фірм та домогосподарств, надаючи нове фінансування для запуску бізнесу.

Політика кількісного пом'якшення (QE) поширилась під час світової фінансової кризи як інструмент збільшення балансів центрального банку шляхом прямого фінансування державного, корпоративного та банківського боргу.

Пандемічна програма ЄЦБ з надзвичайних ситуацій (РЕРР) – це нестандартний захід монетарної політики, започаткований у березні 2020 р. з метою протидії серйозним ризикам для механізму передачі монетарної політики та перспектив розвитку єврозони, спричинених спалахом коронавірусу (COVID-19)¹. РЕРР – програма тимчасового придбання активів цінних паперів приватного та державного секторів. Рада керуючих вирішила 4 червня 2020 р. збільшити конверт для РЕРР на 600 млрд євро до загальної суми 1350 млрд євро. Усі категорії активів, прийнятні за чинною програмою придбання активів (АРР), також враховувалися за новою програмою. Відповідно до РЕРР відмова від вимог до участі в програмі була надана для цінних паперів, випущених урядом Греції. Крім того, нефінансові комерційні папери тепер мали право купувати в рамках як РЕРР, так і в програми придбання корпоративного сектору (СРРР). Залишковий термін погашення цінних паперів державного сектору, які можна придбати згідно з РЕРР, коливався від 70 днів до максимум 30 років та 364 днів. Для придбання цінних паперів державного сектору в рамках РЕРР розподіл контрольних показників між юрисдикціями визначався ключовим завданням національних ЦБ. Водночас закупівлі здійснювалися гнучко. Це давало змогу регулювати коливання в розподілі їх потоків із часом, між класами активів та між юрисдикціями.

Було передбачено, що Рада керуючих ЄЦБ припинить придбання чистих активів у рамках РЕРР після того, як переконається, що фаза кризи COVID-19 закінчена, але в будь-якому разі не раніше кінця червня 2021 р. Виплата основної суми з цінних паперів, придбаних за програмою, мала бути реінвестована принаймні до кінця 2022 р. (табл. 22.1). У будь-якому разі майбутнього згортання портфеля РЕРР можна було уникнути втручання у відповідну монетарну позицію.

Таблиця 22.1

Перелік щомісячних нетто-купівель за програмою РЕРР у 2020 р.

Місяць	Щомісячні закупівлі	Кумулятивні чисті закупівлі
Березень	15 444	15 444
Квітень	103 366	118 811
Травень	115 855	234 665
Червень	120 321	354 986
Липень	85 423	440 409
Серпень	59 466	499 876
Вересень	67 308	567 183
Жовтень	61 985	629 169

Складено за: Pandemic emergency purchase programme (PEPP) / ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

¹ Pandemic emergency purchase programme (PEPP) / ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

На 6 листопада 2020 р. портфель цінних паперів в рамках програми дорівнював 641,64 млрд євро. Сукупні щомісячні показники чистих покупок становили різницю між вартістю придбання всіх операцій з купівлі та погашеними номінальними сумами.

Як зазначалося в розділі 1, ЦБ Угорщини (MNB) розпочав програму придбання державних цінних паперів та іпотечних облігацій 4 травня 2020 р.¹ Її стратегічні параметри встановлювалися з урахуванням особливостей Угорщини та практики ЄЦБ. Програми придбання державних цінних паперів та іпотечних облігацій добре вписувалися в набір інструментів ЦБ, і, утворюючи гнучку структуру, вони також давали змогу MNB впливати на монетарні умови на довшій частині кривої дохідності. Відповідно до правових норм Угорщини та ЄС і практики провідних ЦБ придбання державних цінних паперів MNB здійснювалося на вторинному ринку на регулярних щотижневих аукціонах та в операціях поза аукціонами. ЦБ прагнув залучити до програми ключових учасників з точки зору ринкової діяльності. Отже, крім банків, які відігравали важливу роль на ринку державних цінних паперів, інвестиційні фонди могли брати участь у програмі через провідних менеджерів з активів.

ЄЦБ активно використовував нетрадиційні інструменти монетарної політики: операції з довгострокового рефінансування (PELTRO), операції з довгострокового рефінансування (LTRO), а також TLTRO, APP та PEPP².

Програма LTRO. Регулярні операції доповнювались двома операціями довгострокового рефінансування в євро із забезпеченням ліквідності з трирічним терміном погашення (з терміном погашення 29 січня 2015 р. та 26 лютого 2015 р.), а також забезпеченням ліквідності в доларах США операцій.

Програма PELTRO. Рада керуючих ЄЦБ 30 квітня 2020 р. вирішила провести серію із семи PELTRO для надання підтримки ліквідності фінансової системи єврозони та забезпечення безперебійних умов грошового ринку протягом періоду пандемії.

Програма TLTRO. Це операції, які забезпечують фінансування кредитних установ на періоди до чотирьох років. Вони пропонують довгострокове фінансування за привабливих для банків умов, аби полегшити кредитування приватного сектору та стимулювати банківське кредитування реальної економіки.

Програма APP. З 2009 р. було впроваджено кілька програм прямого придбання активів з метою підтримання зростання в зоні євро та узгоджено з метою досягнення темпів інфляції нижчих, але близьких до 2 % у середньостроковій перспективі.

Програма PEPP. Як зазначалося, Рада керуючих ЄЦБ 18 березня 2020 р. оголосила про нову програму надзвичайних закупівель під час пандемії на суму 750 млрд євро. Тимчасову програму розроблено як відповідь на надзвичайну ситуацію з коронавірусом для розв'язання безпрецедентної ситуації, з якою стикається валютний союз.

¹ The MNB to launch its government securities and mortgage bonds purchase programmes on 4 May / MNB. 2020. April 28. URL: <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2020/the-mnb-to-launch-its-government-securities-and-mortgage-bonds-purchase-programmes-on-4-may>

² Economic and Monetary Developments / European Central Bank. *Economic Bulletin*. 2020. No. 6. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/html/eb202006.en.html>.

Під час кризи COVID-19 існувала тісна взаємодоповнюваність між фіскальною і монетарною політикою, якщо використовувати інструменти підтримки кредитування реального сектору. Така криза потребувала подвійної, скоординованої відповіді інструментами обох політик.

Замість застосування політики Тейлора з двома мандатами, Д. Бекворт пропонував радикальні зміни, використовуючи таргетування номінального рівня ВВП (Nominal GDP level targeting, NGDPLT), а не інфляцію, спрямовану на стабілізацію зростання загальних витрат і, отже, зростання доходів, включно з грошовою політикою з двома правилами (Beckworth, 2020): перше – для додатних процентних ставок, а друге – для нульових або від’ємних процентних ставок, а також фінансування з державними цінними паперами, депонованими в ЦБ, для грошової емісії шляхом прямих грошових переказів домогосподарствам. Замість використання QE для впливу на криву дохідності ця пропозиція визначає правило процентів для додатних процентних ставок та правило грошової бази в іншому випадку. Д. Бекворт використовує показник розриву ВВП (різниця між прогнозованими й цільовими темпами зростання номінального ВВП). Тоді, якщо очікується, що номінальний ВВП перевищить цільовий показник, ЦБ повинен збільшити процентну ставку, а якщо процентні ставки додатні, то ЦБ знижує темпи зростання грошової бази. Ідея використання механізму прямих виплат домогосподарствам також обговорювалась у європейському контексті, але з переказами грошей на державні бюджетні трансферти, пов’язані з COVID-19.

Вчені також обговорювали ідею випуску COVID-облігацій. Т. Бек доводив, що такі інструменти є засобом взаємного заборгованості боргу, знаком солідарності, а також стимулюють економіку в країнах, котрі найбільше постраждали. Дослідник попереджав про ймовірне перевантаження бюджету (якщо встановлювати обмеження на розмір боргу) (Beck, 2020).

Горн та ін. нагадали про прецедент випуску облігацій Європейського Співтовариства в рамках Механізму позик співтовариства (CLM) 1975 р., коли позики, отримані ЄС, було передані країнам, які постраждали від нафтової кризи, через Банк міжнародних розрахунків (БМР) (Horn, Meyer, & Trebesch, 2020). Важливо, що ці позики було повернуто в повному обсязі та в строк, тому гарантії ніколи не активувались.

Програма фіскальної підтримки в ЄС дозволяла позичати до 750 млрд євро на ринках на строк до 2058 р. Із цієї суми 672,5 млрд. євро призначалися для тих країн та секторів економіки, які найбільше постраждали від кризи. Ця програма фіскальних заходів вимагала від держав-членів розробити національні плани відновлення, що сприяли би сталому фінансуванню і цифровізації економіки. Водночас складання національних планів відновлення та стійкості до криз не є гарантією того, що ці вливання ліквідності розподіляються належним чином, без зловживань. Програма заходів фіскальної підтримки діятиме у 2021–2023 рр., і для виходу з кризи могло знадобитися більше часу, але це знімало тягар монетарної політики. Як зазначали Бенассі-Кере та ін., РЕРР був доповненням до довгострокового рефінансування че-

рез TLTRO, крім того, вони пропонували довгострокову кредитну лінію через Європейський механізм стабільності (ESM) (Bénassy-Quéré, & Weder di Mauro, 2020).

Хоча РЕПР вирішував проблеми з ліквідністю та запобігав негайному зменшенню державного боргу, на думку економістів Ф. Джавацці та Дж. Табелліні, потрібно було зробити ще більше, і вони пропонували еврооблігації з дуже тривалим терміном погашення для фінансування великої фіскальної підтримки, необхідної для протидії ефекту COVID-19 (Giavazzi, & Tabellini, 2020). Це мало зробити QE тривалішим у часі, стираючи різницю між пом'якшенням і монетизацією. Такі облігації повинні були забезпечуватися спроможністю справляти податки. Дослідники стверджували, що надто довгий термін погашення еврооблігацій COVID, які купуватиме ЄЦБ, буде гарантуватися спільною податковою спроможністю держав-членів. Однак подібний термін погашення передбачає певний ступінь монетизації, особливо якщо ці еврооблігації будуть безстроковими. Науковці розглядали монетизацію як частину оптимального реагування політики, оскільки небезпека полягала в дефляції, тоді як ЄЦБ зберігатиме свою незалежність у разі виникнення інфляції, оскільки ЄЦБ залишатиметься вільним зменшувати свій баланс, коли це необхідно. Отже, вони пропонували монетарну політику, котра обмежувала незалежність ЄЦБ через монетизацію державного боргу в умовах дефляції. Це було б гірше, ніж політика, яку проводив ЄЦБ.

Дослідники звертали увагу на незалежність ЦБ, щоб він не перетворився на інструмент уряду. Е. Яшів наголошував на потребі в її збереженні, одночасно націлюючи фіскальні видатки на вирішення найважливіших проблем COVID-19 (Yashiv, 2020). На додаток до того, що центральний банк пропонувалося створити комітет із питань політики COVID-19, одночасно націлюючи фіскальні заходи на підтримку бюджету охорони здоров'я, системи догляду, а також допомогу домогосподарствам, фірмам, стимулювання функціонування ринків.

Внаслідок уповільнення приросту ВВП та нових запозичень коефіцієнт заборгованості до ВВП міг різко зрости, що спричинило би контрпродуктивну жорстку економію за рахунок видатків, залишаючи один вихід – емісію. За різними оцінками переказ грошових коштів сягнув би 20–30 % ВВП для покриття державних витрат, пов'язаних з COVID-19. Тому доцільно було зменшити державний борг за допомогою одноразової монетизації, оскільки інакше він ставав би надто високим. Стаття 123 Закону про систему центральних банків Європи зазвичай розглядається як повна заборона монетизації державного боргу, але С. Капур та В. Буйтер стверджують, що вона забороняє лише кредитування та овердрафт, а не грошові перекази, трансфери або надзвичайну виплату. ЄЦБ не може купувати державні облігації безпосередньо в уряду на будь-якому рівні, але трансферти не згадуються (Karoor, & Buiters, 2020).

Пропозиція Д. Бекворта відрізняється, оскільки прямі грошові перекази повинні здійснюватися домогосподарствам, а центральний банк повинен мати можливість здійснювати прямі перекази, дотримуючись монетарного правила (Beckworth, 2020). Така домовленість могла би зберегти незалежний ЦБ. Тимчасові

заходи проти COVID-19 відображають стурбованість незалежністю центробанку, і завдяки цій тимчасовій монетизації фінансових трансфертів можна буде уникнути подальшого збільшення державного боргу, що сприятиме економії після кризи.

Однак проблему зменшення державного боргу не буде вирішено, поки економіка не відновиться і не продемонструє стабільного зростання. Одним із виходів є конверсія державного боргу. Віхріала пропонує інший підхід до конвертації боргу: перетворити частину державного боргу, що перебуває в ЄЦБ та центральних банках Європи, у безстрокові купони, аби миттєво зменшити навантаження на державний борг, що становить грошове фінансування (Yashiv, 2020). Такі експерименти можуть бути дуже інфляційними й підірвати незалежність ЦБ.

Слід зазначити, що збільшення боргового навантаження через нетрадиційну монетарну політику є чи не головною проблемою, яку потрібно вирішити. Як стверджують Болдуїн і Ведер ді Мауро, оскільки шок походить від реальної економіки, фінансова політика повинна взяти на себе ініціативу, а монетарна політика – реагувати на виклики (Baldwin, & Weder di Mauro, 2020). Це досягається за допомогою програм РЕПР та ТЛТРО як монетарної відповіді, тоді як перспективна програма фінансової підтримки Next Generation EU instrument (NGEU), на додаток до збільшення фінансування МФР на 2021–2027 рр., відіграє роль головної ініціативи. Інструмент “Next Generation” (Наступне покоління) допоможе державам-членам упоратись із шоками, надаючи гранти слабшим економікам.

Слід підкреслити, що високий рівень державного боргу виник ще за часів глобальної фінансової кризи та боргової кризи в Європі. Це викликало занепокоєння щодо майбутніх проблем платоспроможності суверенів, але, крім того, корпорації та домогосподарства не зменшили тягаря після системних криз, і це породило загрози економічному відновленню від COVID-19 (Becker, Hege, & Mella-Barral, 2020). Тому в майбутньому необхідна реструктуризація боргу як у приватному, так і в державному секторах економіки.

22.2. Порівняльний аналіз заходів реагування органів банківського нагляду країн Європи на пандемію

Наше дослідження зосереджено на різних аспектах монетарної (центрального банків) та фінансової (уряду) політик стимулювання, які, поза сумнівом, були вирішальним фактором попередження нової глобальної фінансової кризи. Доречно згадати публікації очільників ЄЦБ, які відзначили необхідність адекватного виявлення і вимірювання кредитного ризику в умовах пандемії (Andrea, 2020), точної його оцінки в поєднанні з прозорістю якості активів як фактора довіри до банківського сектору під час будь-якої кризи. Причому заходи державної підтримки, поступки для домогосподарств і підприємств можуть маскувати справжню кредитоспроможність позичальників (McCaul, 2021). Фахівці Інституту фінансової стабільності при Банку міжнародних розрахунків (Ehrentraud, & Zamil, 2020) розглядають регуляторні заходи, пов'язані з кредитним ризиком, запропоновані Базельським комітетом з банківського нагляду та пруденційними органами провідних країн світу. Ці заходи охоплюють:

параметри державних гарантій за кредитами, схем відстрочення для погашення боргу, класифікацію позичальників, рекомендації щодо роботи з проблемними активами, урахування кредитного ризику при визначенні регулятивного капіталу. Експерти МВФ зробили огляд антикризових заходів пруденційних органів у різних країнах та надали низку рекомендацій для національних органів нагляду і регулювання у відповідь на пандемію COVID-19¹. Європейська рада системного ризику (ESRB) стосовно банківського сектору головну увагу приділила таким аспектам²: ефект від гарантій та інших фінансових заходів для реального сектору економіки, обмеження на виплату дивідендів, викуп акцій. Базельський комітет з банківського нагляду опублікував глобальний огляд пруденційного реагування, де надав вказівки щодо тлумачення заходів державної підтримки й очікуваних кредитних втрат³.

Рада фінансової стабільності оприлюднила аналітичну доповідь, присвячену міжнародній співпраці в забезпеченні фінансової стабільності в умовах пандемії коронавірусу⁴. У ній наведено п'ять категорій відповідних заходів (табл. 22.2).

Таблиця 22.2

Категорії глобальних заходів на підтримку фінансової стабільності

Тип заходів	Зміст
Підтримка кредитування	Схеми гарантування позик, реструктуризація кредитів, вивільнення антициклічних буферів капіталу, зменшення буферів капіталу та ліквідності
Підтримка фінансування та ліквідності	Механізми банківського й ринкового фінансування, викупу/придбання активів, доступу до іноземної валюти
Функціонування ринку	Посилений ринковий нагляд, механізми контролю за нестабільністю
Безперервність роботи	Вимоги до фінансових установ щодо плану заходів для продовження діяльності
Забезпечення безперервності діяльності органів нагляду	Дії органів влади для забезпечення безперервності їхньої наглядової та регуляторної діяльності

Складено за: COVID-19: policy responses / Financial Stability Board. URL: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/covid-19-maintaining-financial-stability/covid-19-policy-responses/>.

Органи банківського нагляду провідних країн світу погодились: здійснювати моніторинг та своєчасний обмін інформацією для оцінки й усунення ризиків фінансової стабільності від COVID-19; застосовувати гнучкість щодо стандартів;

¹ COVID-19: The Regulatory and Supervisory Implications for the Banking Sector / IMF. 2020. May 21. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Miscellaneous-Publication-Other/Issues/2020/05/20/COVID-19-The-Regulatory-and-Supervisory-Implications-for-the-Banking-Sector-49452>.

² Policy measures in response to the COVID-19 pandemic / ESRB. URL: <https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>.

³ Measures to reflect the impact of Covid-19 / Basel Committee on Banking Supervision. 2020. April. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d498.pdf>.

⁴ COVID-19: policy responses / Financial Stability Board. URL: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/covid-19-maintaining-financial-stability/covid-19-policy-responses/>.

зменшувати “операційне навантаження” на установи та органи влади, водночас не згортаючи реформи щодо міжнародних стандартів; погоджувати своєчасне скасування вжитих тимчасових заходів.

Схвалення Європарламентом у червні 2020 р. нових правил тимчасових сприятливих умов для банків було важливим поштовхом для підтримки зусиль ЕВА та національних органів регулювання у країнах ЄС. Європейський парламент і Європейська Рада прийняли “банківський пакет”¹, котрий передбачав зміни до регулювання вимог до капіталу, включаючи більшу гнучкість у застосуванні правил бухгалтерського обліку й пруденційних правил ЄС, спрямованих на сприяння банківському кредитуванню для підтримки економіки.

Зміни в регулюванні вимог ЄЦБ до капіталізації банків охоплювали²:

- продовження перехідного періоду запровадження МСФЗ 9 на два роки. Це дало змогу аудиторам тимчасово не застосовувати критерії (ознаки) погіршення якості активів і потреби у формуванні додаткових резервів. Інакше це призвело б до виникнення збитків і зменшення капіталу, що, у свою чергу, зумовило би згортання кредитної активності банків;
- прийняття єдиного підходу в рамках ЄС до оцінки потреби в капіталі для непрацюючих кредитів, якщо вони гарантовані державою (урядом) або експортно-кредитними агентствами. Було усунуто різницю в оцінках необхідних резервів і капіталу для обох альтернатив;
- перенесення до січня 2023 р. запровадження буфера для коефіцієнта левелінгу. В результаті банки отримали більше можливостей для нарощування фінансового важеля (плеча), залучаючи додаткові ресурси на такий самий капітал;
- застосування сприятливіших пруденційних правил для кредитів домогосподарствам (пенсіонерам, найманим працівникам);
- акцентування уваги на фінансовій підтримці МСП та інфраструктури, послаблення пруденційних вимог щодо визнання відповідних ризиків;
- спрямування схем рефінансування банків на вкладення коштів у реальний сектор економіки;
- запровадження “тимчасового пруденційного фільтра” для нейтралізації падіння справедливої вартості суверенних облігацій у балансах банків для розрахунку збитків, накопичених із 31 грудня 2019 р.

ЄЦБ використав на тимчасовій основі гнучкий підхід у вимогах до класифікації кредитного ризику та нарахування резервів для непрацюючих кредитів, які покривалися державними гарантіями в умовах запровадження мораторію на погашення кредитів. ЄЦБ рекомендував банкам не застосовувати певні ознаки системно-

¹ Amending Regulations (EU) No 575/2013 and (EU) 2019/876 as regards adjustments in response to the COVID-19 pandemic. 2020. June 18. URL: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0157_EN.html.

² ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus. 2020. March 12. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312~45417d8643.en.html>.

го стресу для визначення резервів за кредитами¹. Важливими були рекомендації комерційним банкам використовувати перехідні правила МСФЗ 9. Інакше банки були б зобов'язані нараховувати істотно більші резерви й показувати їх за результатами 2020 р. Банкам рекомендувалося в оцінці очікуваних збитків за кредитами застосовувати довгострокові, а не ситуативні макроекономічні прогнози. Такі прогнози повинні спиратися на історичні дані. Це допомогло нівелювати вплив від спаду економіки у I–II кв. 2020 року на оцінку очікуваних збитків за кредитами.

Навіть незалежні аудитори не досягли одразу консенсусу в тлумаченні ознак погіршення стану позичальників. Для банків складним завданням було врахування мораторію на погашення боргів. І банки, й аудитори оцінювали можливі збитки в умовах безпрецедентної невизначеності: коли закінчиться пандемія; які будуть масштаби захворюваності та смертності; які бізнеси і домогосподарства залишаться життєздатними, а які оголосять дефолти; якою буде у подальшому суворість карантинних обмежень?

У квітні 2020 р. ЕВА видало керівні принципи щодо роз'яснення вимог до державних і приватних (необов'язкових) мораторіїв на погашення кредитів². Це гарантувало, що європейські банки, перебуваючи в рівних умовах, будуть вимірювати ризики й розраховувати резерви в один спосіб, пропонуючи відстрочення для погашення боргу. ЕВА застосувало гнучкий підхід: кредити тимчасово не класифікувались як проблемні в разі надання поступок клієнтам; ознакою дефолту не вважалася реструктуризація кредиту позичальнику, що опинився у скрутному становищі саме через пандемію. ЕВА пролонгувало дію своїх настанов до 30 вересня 2020 р., після чого оголосило про їх поступове припинення.

Переглянуті вказівки ЕВА, застосовувані до 31 березня 2021 р., охоплювали додаткові запобіжні заходи проти ризику невинновданого збільшення невизнаних збитків на балансах банків: лише за кредитами, які призупинено або відстрочено відповідно до загального мораторію не більше ніж на 9 місяців загалом, включаючи раніше надані канікули, дозволялося скористатися перевагами застосування вказівок ЕВА.

Кредитним установам пропонувалося надати національному органу нагляду плани щодо оцінки впливу мораторію. Ця вимога давала змогу наглядовим органам вживати будь-яких відповідних заходів.

Переважна більшість банків в країнах ЄС брали участь у таких схемах згідно з правилами ЕВА. Тривалість кредитних канікул становила від 6 до 12 місяців. Варто наголосити, що масштаби мораторію суттєво розрізнялись: від 1 % у Франції та Італії до 19,7 % у Греції. Також значний діапазон виявився у покритті проблемних кредитів резервами (табл. 22.3).

¹ ECB allows temporary relief in banks' leverage ratio after declaring exceptional circumstances due to pandemic. 2020. September 17. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200917~eaa01392ca.en.html>.

² Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis / European Banking Authority. URL: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-legislative-and-non-legislative-moratoria-loan-repayments-applied-light-covid-19-crisis>.

Таблиця 22.3

**Частка проблемних кредитів (ПК), які перебували під мораторієм на погашення,
у загальному портфелі кредитів за країнами станом на червень 2020 р.**

Країна	Показник	Значення, %
Австрія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	2,20 42,30
Бельгія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	1,50 14,80
Кіпр	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	6,70 21,90
Німеччина	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	1,80 14,60
Іспанія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	2,30 24,40
Франція	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	1,10 23,20
Греція	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	19,70 23,80
Угорщина	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	2,90 43,10
Ірландія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	9,10 25,40
Італія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	1,10 32,30
Нідерланди	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	4,30 12,20
Португалія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	5,40 35,20
Румунія	Частка ПК з мораторієм Покриття резервами ПК з мораторієм	8,50 52,50

Складено за: Banks report a significant use of COVID-19 moratoria and public guarantees. 2020. November 20. URL: <https://www.eba.europa.eu/banks-report-significant-use-covid-19-moratoria-and-public-guarantees>.

Єврокомісія 16 грудня 2020 р. опублікувала план дій щодо непрацюючих кредитів та виключила системний ризик, що дозволяло країнам ЄС надавати підтримку платоспроможним банкам без розподілу тягаря боргу¹. У такий спосіб регулятори стимулювали банки підтримувати клієнтів через екстраординарні обставини. Національні органи регулювання вживали додаткових заходів. На-

¹ The EBA reactivates its Guidelines on legislative and non-legislative moratoria. 2020. December. URL: <https://www.eba.europa.eu/eba-reactivates-its-guidelines-legislative-and-non-legislative-moratoria>.

приклад, найбільші нідерландські банки надали МСП клієнтам шестимісячну відстрочку погашення кредиту¹.

У багатьох країнах ЄС мораторій був запроваджений Законом.

На Кіпрі 29 березня 2020 р. набрав чинності Закон щодо загального мораторію на погашення кредитів для всіх платоспроможних позичальників до кінця грудня 2020 р. (продовжено до червня 2021 р.).

У Словенії 20 березня ухвалено Закон, що дозволяв відтермінувати виплату кредиту щонайменше на 12 місяців за основним боргом і процентами підприємствам та домогосподарствам, які мали проблеми з ліквідністю, пов'язані з COVID-19 (згодом дію мораторію було продовжено до кінця березня 2021 р., а тривалість мораторію скорочено до 9 місяців). Центральний банк Словенії дозволив банкам тимчасово виключити зниження доходів клієнтів, спричинене коронавірусом, як фактор кредитоспроможності.

Банкам Мальти було наказано запропонувати шестимісячний мораторій на виплату основного боргу і процентів для позичальників, які постраждали від COVID-19. У березні 2021 р. уряд продовжив максимальну тривалість мораторію до 18 місяців та схему гарантування до вересня 2021 р., а також дозволив гарантовані кредити для покриття фінансових витрат, пов'язаних з обслуговуванням банківських кредитів. Центральний банк Мальти також відклав на рік заплановане підвищення ліміту співвідношення суми кредиту й вартості вторинної нерухомості, знизив ліміт на показник обслуговування боргу до доходів позичальника на 6 місяців.

Якщо звернутися до досвіду країн, які не є членами євросистеми, то варто згадати такі прецеденти. Банк Албанії тимчасово призупинив вимоги щодо класифікації кредитів і формування резервів. Клієнтам було дозволено звернутися до кредиторів із заявою про відстрочення погашення кредитів. Банки не мали права застосовувати штрафи за прострочення². Центральний банк дозволив банкам проводити реструктуризацію кредитів протягом 2020 р. без додаткових резервів або зниження класу позичальників. Класифікацію пролонгованих кредитів та формування відповідних резервів центральний банк відтермінував до 2022 р.

В Угорщині уряд через ЦБ вжив масштабних заходів для прямої фінансової підтримки позичальникам³:

- 1) надання пільгового періоду погашення кредитів у рамках схеми Growth Funding Facility (субсидоване кредитування МСП за підтримки MNB);
- 2) продовження строку погашення короткострокових кредитів для бізнесу до 30 червня 2020 р.;

¹ DNB measures in reaction to coronavirus. 2020. March 20. URL: <https://www.dnb.nl/nieuws-voor-de-sector/corona-dnb-measures-in-reaction-to-coronavirus/>.

² Bank of Albania announces additional easing measures for the classification and provision of bank lending. 2020. May 28. URL: https://www.bankofalbania.org/Press/Press_Releases/Document_Title_26867_1.html.

³ Unlimited amount of long-term liquidity available at fixed interest rates / MNB. March 24. URL: <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2020/unlimited-amount-of-long-term-liquidity-available-at-fixed-interest-rates>.

- 3) мораторій на погашення всіх наявних кредитів до 30 червня 2022 р. з подальшим перепрофілюванням виплати боргу, аби уникнути збільшення щомісячних платежів;
- 4) обмеження середньорічної процентної ставки за новими незабезпеченими споживчими позиками за базовою ставкою центрального банку (0,9 %) плюс 5 %.

Центральний банк Чорногорії (ЦБЧ) оголосив про пакет заходів підтримки 1 березня 2021 р. для МСП та громадян, розширив перелік придатних галузей для права на мораторій і реструктуризацію кредитів. Бенефіціари кредиту, чий дохід зменшився на понад 10 % через пандемію, можуть продовжити погашення кредиту максимум на п'ять років, але із загальним терміном погашення не більше 10 років. ЦБЧ запровадив шестимісячний мораторій на погашення кредитів для громадян, котрі втратили роботу після 31 березня 2020 р. і не відстрочили погашення своїх кредитів більше ніж на 90 днів до кінця 2019 р., чий кредит не був класифікований як непрацюючий до кінця 2019 р. Банки були зобов'язані надати клієнтам мораторій позичальникам у сфері туризму та сільського господарства. Банкам також дозволялося розглядати пролонговані кредити в цих секторах як кредити найкращої категорії ризику до вересня 2021 р.

ЦБ Македонії переглянув регулювання кредитного ризику, щоб заохотити банки тимчасово реструктуризувати кредити (опцію продовжено до березня 2021 р.), тимчасово послабив стандарти класифікації кредитів для проблемних кредитів до вересня 2020 р., зменшив рівень резервування на нові позики фірмам у постраждалих секторах економіки.

Орган фінансового нагляду Польщі (PFSA) оголосив про заходи, пов'язані з резервами, та рекласифікацією кредитів для наявних клієнтів МСП, аби банки могли розподілити вплив кредитних втрат на довший період. PFSA рекомендував зменшити вагу ризику для майна позичальників, яке не використовувалося для оренди, що зменшило вимоги до капіталу банку. Польська банківська асоціація рекомендувала банкам добровільно відстрочити погашення кредитів для постраждалих позичальників на термін до трьох місяців.

Важливим кроком було відстрочення вимог щодо підвищення капіталізації банків.

Очільники ЦБ та органів нагляду, що входять до складу Базельського комітету з банківського нагляду, у березні 2020 р. дійшли консенсусу¹. Дату кінцевого запровадження стандартів Базель III, переглянутого механізму для ринкових ризиків і вимог щодо розкриття інформації за компонентом 3, було перенесено на один рік, до 1 січня 2023 р.

ЄЦБ дозволив системно важливим банкам тимчасово працювати з капіталізацією без буфера консервації капіталу. На думку експертів ЄЦБ, відповідне

¹ Governors and Heads of Supervision announce deferral of Basel III implementation to increase operational capacity of banks and supervisors to respond to Covid-19 / BIS. 2020. March 27. URL: <https://www.bis.org/press/p200327.html>.

вивільнення антициклічного буфера національними макропруденційними органами мало посилити його заходи щодо зменшення необхідного рівня капіталу. ЄЦБ дозволив виключати готівкові авуари та резерви центробанку з розрахунку коефіцієнта левериджу до кінця червня 2021 р. (продовжив до березня 2022 р., а коефіцієнт левериджу став пруденційною вимогою для банків наприкінці червня 2021 р.; застосував на тимчасовій основі гнучкість у вимогах до класифікації та очікуваннях щодо резервування збитків для непрацюючих кредитів, які покривалися державними гарантіями, а також на кредити, що підпадали під державні мораторії, пов'язані з COVID-19; тимчасово полегшив вимогу до капіталу для ринкового ризику)¹.

У грудні 2020 р. ЄЦБ пом'якшив свої рекомендації банкам призупинити виплату дивідендів і викуп акцій². Таким чином вдалося зберегти близько 30 млрд євро капіталу. Згодом банкам було дозволено відновити виплату дивідендів до 30 вересня 2021 р., якщо буфери капіталізації достатні для покриття очікуваних збитків за кредитним ризиком. Це, безперечно, сприяло привабливості акцій банків для інвесторів.

Основна макрофінансова політика Норвегії включала: зниження антициклічного буфера капіталу на 1,5 в. п.; можливість того, що банки можуть тимчасово порушити коефіцієнт покриття ліквідністю (LCR); тимчасове послаблення вимог до іпотечного регулювання та заклик Міністерства фінансів до банків і страхових компаній не розподіляти прибутки³.

Банк Англії та Управління пруденційного нагляду призупинили вимогу щодо моделювання сценарію впливу зміни клімату, принаймні до середини 2021 р., а також рекомендували банкам розраховувати стресовий VAR для ринкового ризику, не використовуючи 12-місячний період, що включає кризовий період пандемії⁴.

Національний банк Словаччини (НБС) запровадив такі заходи в рамках узгодженого з ЄЦБ та ЕВА підходу. Зокрема, банки могли: по-перше, використовувати в розрахунку адекватності капіталу інструменти капіталу, не кваліфіковані як звичайний капітал першого рівня (CET1); по-друге, у належним чином обґрунтованих випадках тимчасово працювати нижче рівня капіталізації, визначеного буфером збереження капіталу; по-третє, у виправданих обставинах тимчасово бути звільненими від дотримання показнику покриття ліквідності LCR. НБС також зни-

¹ ECB Banking Supervision provides temporary relief for capital requirements for market risk. 2020. April 16. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200416~ecf270bca8.en.html>.

² ECB asks banks to refrain from or limit dividends until September 2021. 2020. December 15. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr201215~4742ea7c8a.en.html>.

³ CNB partially relaxes mortgage limits and lowers countercyclical capital buffer rate / Czech National Bank. 2020. June 8. URL: <https://www.cnb.cz/en/cnb-news/press-releases/CNB-partially-relaxes-mortgage-limits-and-lowers-countercyclical-capital-buffer-rate/>.

⁴ Statement by the Bank of England and Prudential Regulation Authority on resolution measures and Covid-19. 2020. May 7. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/may/statement-by-the-bank-of-england-and-pra-on-resolution-measures-and-covid-19>.

жив буфер капіталу системно важливих установ для одного із системно важливих банків (Поштового банку) з 1 до 0,25 % з 1 січня 2021 р.¹

Управління з нагляду за фінансовим ринком Швейцарії (FINMA) запровадило тимчасове виключення депозитів у центральних банках із розрахунку коефіцієнта левериджу банків². Цю поступку було продовжено до 01.01.2021. Капітал, вивільнений у результаті цього пом'якшення, мав бути використаний для підтримки забезпечення ліквідності та не розподілятися як дивіденди, пов'язані з 2019 р.

Усі органи банківського нагляду тимчасово скасували або перенесли виїзні перевірки банків та проведення стрес-тестів для фінансових ризиків.

22.3. Аналіз рекомендацій МВФ та Світового банку для інститутів банківського нагляду щодо реагування на пандемію COVID-19

Позаяк масштабне макроекономічне потрясіння, спричинене COVID-19, руйнувало світову економіку і створювало істотну напруженість як для комерційних банків, так і для їхніх позичальників. Банківський сектор відіграв головну роль у пом'якшенні безпрецедентних макроекономічних/фінансових шоків, зумовлених пандемією, завдяки сприянню постраждалим позичальникам і підтриманню кредитування реального сектору за збереження фінансової стабільності. Інститути банківського нагляду різних країн потребували дієвих рекомендацій з організації своєї діяльності в умовах пандемії. Тим більше, що в міру заміщення гострих проблем ліквідності проблемами структурної платоспроможності / зростання дефолтів підвищується тиск на сектор, зберігається висока невизначеність, виникають додаткові шоки економічного/фінансового характерів, а наглядові органи стикаються з безпрецедентними викликами.

Відтак, МВФ і Світовий банк, стратегічно співпрацюючи, допомагали державам-членам зберігати стабільність фінансового сектору і сприяли фінансовому розвитку, маючи великий досвід банківського нагляду і регулювання. У травні 2020 р. вони спільно надали 9 рекомендацій, покликаних допомогти інститутам банківського нагляду орієнтуватися в незнайомій ситуації, із закликом до пильності стосовно вживаних заходів політики, що не відповідають міжнародним стандартам. Ці рекомендації заохочували гнучкі засади регулювання, нагляду й обліку, за дотримання міжнародно узгоджених мінімальних стандартів регулювання і принципів нагляду (Adrian, & Pazarbasioglu, 2020).

Рекомендації МВФ і СБ інститутам банківського нагляду, що вживали заходи у відповідь на пандемію COVID-19, зводилися до таких³.

¹ Responses to COVID-19. Policy Tracker / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#B>.

² FINMA supports the Federal Council's liquidity package and rolls out further measures. 2020. March 25. URL: <https://www.finma.ch/en/news/2020/03/20200325-mm-garantiepaket/>.

³ COVID-19: The Regulatory and Supervisory Implications for the Banking Sector / IMF. 2020. May 21. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Miscellaneous-Publication-Other/Issues/2020/05/20/COVID-19-The-Regulatory-and-Supervisory-Implications-for-the-Banking-Sector-49452>.

1. Використання гнучкості нормативно-правової та наглядової основ, підтримка мінімальних пруденційних стандартів і забезпечення відповідності міжнародним стандартам. Для цього пропонувалися: можливість для банків зменшення буфера капіталу з метою покриття збитків, спричинених пандемією, і підтримка ключових фінансових послуг для реальної економіки; розгляд можливості країн, які встановили додатний антициклічний буфер капіталу, його лібералізувати, а також пом'якшити інші макропруденційні заходи залежно від цілей та конкретної ситуації в країні; застосування гнучкості до внутрішніх мінімальних пруденційних вимог, узгоджених на міжнародному рівні стандартів і вказівок, що забезпечить підтримку довіри до банківського сектору, надійність комерційних банків і резилієнтність фінансового сектору у середньо-/довгостроковій перспективах.

2. Сприяння ретельно опрацьованим заходам державної і приватної підтримки, орієнтованим на постраждалих позичальників і галузі. У зв'язку з цим МФО підкреслювали, що органи нагляду повинні заохочувати кредитні банки зважено реструктуризувати позики й підтримувати надходження кредитів у економіку, чітко визначати, як ці заходи розглядаються в пруденційній системі.

3. Мінімізація морального ризику і збереження розумної практики управління кредитним ризиком, сприяння ефективному розподілу нових кредитів. Для цього, за версією МФО, заходи політики мають: бути обмеженими в часі; містити положення про припинення дії та чітку стратегію виходу; спрямовуватися на те, аби лише життєздатні фірми отримували максимальну вигоду; враховувати потенційний моральний ризик при їхньому розробленні та моніторингу реалізації. Інститути банківського нагляду повинні забезпечити, щоб банки продовжували ретельно оцінювати якість кредитних ризиків, котрі підпадають під ці заходи, відповідно до вказівок, наданих органами банківської стандартизації.

4. Надання рекомендацій з класифікації активів і створення резервів на покриття ймовірних збитків, базування на рекомендаціях організацій стандартизації, утримання від пом'якшення регулятивного визначення відкритих позицій за необслуговуваними кредитами (НОК). Ця рекомендація закликає до наглядових дій для забезпечення того, щоб комерційні банки й далі відстежували якість своїх активів із використанням чинних стандартів і згодом створили адекватні резерви, гарантуючи належний вимір життєво важливих показників діяльності. Це полегшить управлінські дії і підштовхне до раннього вжиття обґрунтованих наглядових заходів. Чіткі положення з класифікації активів і створення резервів на покриття можливих збитків, забезпечення ретельного опрацювання, обмеженості в часі й адресності заходів теж значимі для створення основи стійкого відновлення (Adrian, & Pazarbasioglu, 2020).

5. Підтримання прозорості й надання додаткового керівництва з розкриття інформації про ризики. Для цього важливо розкрити: суттєвість реструктуризації кредиту; ефективність кредитного портфеля; будь-які зміни, внесені до політики для оцінки кредитоспроможності позичальників; вплив цих коригувань. За потреби органи нагляду повинні надати додаткові вказівки для розкриття політики, використовуваної для подолання кризи та її впливу.

6. Призупинення автоматичної дії механізмів коригуючих наглядових заходів стосовно надзвичайних обставин пандемії. Наглядові органи повинні ретельно контролювати своєчасність/надійність плану відновлення капіталу, а потенційні заходи з відновлення рівня ліквідності слід обговорити та виконати для запобігання додатковому стресу для комерційних банків та фінансового сектору. Якщо банк не в змозі надати надійний план відновлення та за більш суттєвого й довгострокового впливу із серйозними наслідками для банківського сектору, орган нагляду повинен працювати з урядами, позаяк може знадобитися розгляд додаткових заходів підтримки.

7. Перегляду пріоритетів нагляду й підтримки діалогу з банківською системою. Інститути банківського нагляду повинні: змінити пріоритети роботи, враховуючи ризики та сфери, які найбільше постраждали від пандемії, зокрема профіль ліквідності комерційних банків / кредитний ризик для вразливих секторів / операційну стійкість; вимагати від банків переглянути та підвищити ефективність їхніх планів забезпечення безперервності діяльності (визначення критичних функцій / спеціальні робочі домовленості / збереження функції правління); розглянути питання про відкладення ресурсомістких заходів (звичайних стрес-тестів / повномасштабних перевірок на місці, які можуть бути менш актуальними в поточному контексті та відвернути керівництво банків від нагальніших завдань) і можливість коригування періодів поступового впровадження нових пруденційних вимог скоординованим/послідовним чином.

8. Активної координації роботи з колегами з нагляду на національному й міжнародному рівнях, оскільки скоординована спільна робота (в контексті органів стандартизації, угод про регіональне співробітництво / рамок відносин між країнами-господарями для нагляду за міжнародними комерційними банками та фінансовими групами) допоможе сформувати відповідну політику на всіх рівнях, зберегти здатність фінансувати глобальну економіку та мінімізувати ризики фрагментації.

9. Забезпечення безперебійного функціонування ключової ринкової інфраструктури (системи клірингу цінних паперів, розрахунків і платіжних систем). Для цього ЦБ / наглядові органи мають: уважно стежити за стійкістю фінансової системи, особливо вузлами, які мають вирішальне значення для фінансової стабільності; контролювати функціонування роздрібних платіжних систем для підтримання довіри, враховуючи вплив на них будь-якого збою.

МВФ і Світовий банк зайняли єдину позицію зі сприяння і підтримки своїх держав-членів. Надані спільні рекомендації допомагали в розробленні, моніторингу і зміцненні політики підтримки здорового фінансового стану під час пандемії і, що не менш важливо, на шляху до відновлення.

Більшість країн запровадили надзвичайні заходи, спрямовані на підтримку кредитування реальної економіки, одночасно пом'якшуючи накопичення ризиків через погіршення якості активів. Відповідно до згаданих рекомендацій, ці заходи охоплювали¹: пруденційне регулювання та наглядові заходи для підтримки банків, які сприяють розвитку реальної економіки (рекомендації 1, 6 і 7); заходи підтримки

¹ Ibid.

позичальників і реструктуризацію кредитів (рекомендації 2, 3, 4 і 5); заходи забезпечення безперервності функціонування бізнесу (рекомендація 7); заходи посилення платіжних систем (рекомендації 7 і 9). Огляд різних заходів, вжитих інститутами банківського нагляду, наведено в табл. 22.4.

Таблиця 22.4

**Пруденційні рекомендації та заходи, вжиті інститутами банківського нагляду
у відповідь на пандемію COVID-19**

Рекомендації МВФ і Світового банку	Заходи інститутів банківського нагляду
1. Використання вбудованої гнучкості та дотримання мінімальних стандартів	Підтримання мінімальних вимог до капіталу; забезпечення відповідності міжнародним стандартам; дотримання вказівок, наданих органами банківської стандартизації; дозвіл використання буферів капіталу (збереження, антициклічного буфера); лібералізація антициклічних буферів капіталу; пом'якшення інших макропруденційних заходів (співвідношення позики і вартості (LTV), боргу й доходу (DTI)); обмеження розподілу дивідендів / викупу акцій / надання бонусів; дозвіл використання буферів ліквідності (LCR, NSFR)
2. Сприяння державним і приватним заходам підтримки	Підтримка/сприяння реструктуризації кредитів; встановлення нижчих коефіцієнтів ризику для кредитів з державними гарантіями; надання вказівок щодо мораторіїв
3. Обмеження морального ризику	Упровадження обмежених у часі заходів / чітко визначених заходів; нагляд і контроль виконання заходів
4. Надання вказівок щодо класифікації активів і забезпечення	Перегляд тригерів автоматичної рекласифікації для реструктурованих позик; надання вказівок щодо застосування вимог до забезпечення/класифікації активів
5. Збереження прозорості	Прозоре донесення до ринку політичних заходів; удосконалення та надання вказівок щодо розкриття інформації про ризики для включення: зміни політики андерайтингу, управління кредитним ризиком та резервування, а також суттєвість і вплив таких змін; врахування показників суттєвості кредитного портфеля реструктурованих кредитів та мораторіїв
6. Призупинення автоматичних тригерів наглядових дій	Призупинення автоматичних тригерів коригувальних дій; перегляд стратегій наглядових дій; дозвіл триваліших періодів коригувальних дій
7. Перегляд пріоритетів нагляду	Підтримання тісного діалогу з промисловістю; вибір пріоритетів для критичних наглядових дій; зосередження на ключових ризиках (якість активів, операційна стійкість); призупинення нових політичних ініціатив; відкладання впровадження нових нормативних актів і звичайних стрес-тестів; подовження перехідних періодів для нормативних актів, що перебувають у процесі впровадження; зменшення необов'язкових експертиз та звітності

Рекомендації МВФ і Світового банку	Заходи інститутів банківського нагляду
8. Координація роботи з колегами	Координація політичних дій з урядом, внутрішніми наглядовими органами і регіональними наглядовими органами; координація та підтримка тісного зв'язку з вітчизняними наглядовими органами; взаємодія та обмін інформацією з SSBs
9. Забезпечення функціонування інфраструктури фінансових ринків	Моніторинг і розроблення заходів політики для підтримки стійкості: клірингу цінних паперів; платіжно-розрахункових систем

Складено за: COVID-19: The Regulatory and Supervisory Implications for the Banking Sector A Joint IMF-World Bank Staff Position Note. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Miscellaneous-Publication-Other/Issues/2020/05/20/COVID-19-The-Regulatory-and-Supervisory-Implications-for-the-Banking-Sector-49452>.

Поряд зі спільними рекомендаціями МФО інститутам банківського нагляду з реагування на пандемію COVID-19 МВФ і Світовий банк надавали й власні рекомендації. Так, експерти МВФ закликали інститути банківського нагляду поєднувати інструменти зі своїх наборів стратегій стосовно стихійних лих, подій, пов'язаних з операційним ризиком, і стресових ситуацій у банківській системі. З урахуванням глобальної перспективи і спираючись на минулий довід, МВФ запропонував додаткові рекомендації стосовно подальших дій (Adrian, & Narain, 2020): не змінювати правила; використовувати буферні резерви; заохочувати зміни кредитування; не приховувати втрати; уточнити нормативно-правове трактування заходів підтримки; зміцнювати комунікації і міжнародну координацію.

Водночас МВФ дотримувався думки, що інститути банківського нагляду мають: підтримувати фінансові компанії, знизивши тиск і послабивши контроль, для чого слід дотримуватися принципів відкритості банків для дотримання прозорості балансів; використовувати наявний капітал і резерв ліквідності для збереження працездатності банківської системи і платіжних систем.

Особливе місце в рекомендаціях МВФ інститутам банківського нагляду відведено діям останніх у сфері розподілу капіталу банків. Зокрема, зазначалося, що обмеження на розподіл капіталу банківської системи уможливить розв'язання проблеми колективізму дій і знизить репутаційні втрати, підвищивши ймовірність реального застосування буферів капіталу.

Обмежувальні пруденційні наглядові заходи з обмеження розподілу капіталу мали сприяти накопиченню комерційними банками капітальних ресурсів за умов пандемії, уможливити додаткову підтримку реального сектору національної економіки, зменшити ризик подальшого надання урядом фінансової підтримки з рекапіталізації банків. А це потребуватиме належного інформування громадськості про наявні обмеження (Awad et al., 2020).

За відсутності належних повноважень інститутів банківського нагляду останні можуть вдаватися до морального переконання комерційних банків і повноважень у сфері “м’якого права”. Для уникнення нерівномірного виконання комерційними банками зобов’язань інститути банківського нагляду насамперед мають застосувати тимчасові обмеження розподілу капіталу в масштабах банківської системи, що свідчитиме про наглядову політику з покриття потенційних збитків й підтримки кредитування реального сектору. Така політика, як вважають експерти, чітко сигналізуватиме учасникам ринку банківських послуг про позиції інституту банківського нагляду і необхідність використання розподілу банківського капіталу для покриття потенційних збитків і/або підтримки кредитування економіки. Її реалізація полегшиться за чіткого врахування чинною регуляторною базою широких повноважень інститутів банківського нагляду.

Експерти МВФ приділяли увагу й необхідності обґрунтованих кроків у відповідь. Так, вони підкреслювали, що ці кроки у сфері регулювання/нагляду покликані підтримати баланс між забезпеченням фінансової стабільності й стійкості банківської системи і економічною активністю, позаяк негативні наслідки пандемії мали позначитися на спроможності позичальників обслуговувати кредити, а отже, зниженні доходів банків.

На думку експертів Світового банку, до пріоритетів регуляторної/наглядової політики належали: формування умов для скасування надзвичайних заходів підтримки, передусім допомоги позичальникам; чіткі нормативні тлумачення термінів “проблемні кредити” і “кредити з поступками”; забезпечення ефективності реалізації наглядової політики за посилення навантаження на якість активів і капітал комерційних банків¹.

Особливу увагу експерти приділяли вирішенню питання проблемних кредитів як окремих банків, так і банківських національних економік загалом. Ними пропонувалася гармонізація заходів, що мали передбачати: дієві механізми банківського регулювання/нагляду для виявлення проблемних кредитів і формування резервів під кредитні збитки; підвищення спроможності банків до мінімізації обсягів проблемних активів; удосконалення правового забезпечення, що регламентує вирішення питання безнадійних кредитів і протидію можливим збиткам².

У розділі 2 Доповіді про світовий розвиток³ наголошується, що інститути банківського нагляду мають запровадити обов’язкові правила й ефективні механізми їхньої реалізації для дотримання транспарентності балансів комерційних банків, чому сприятиме застосування ними міжнародно визнаних тлумачень понять “необслуговувані кредити” і “кредити, погашення яких відбувається у пом’якшеному режимі”, позаяк це уможливить послідовне відстеження/оцінку якості банківських

¹ COVID-19 and Non-Performing Loan Resolution in the Europe and Central Asia region / World Bank. 2020. December. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/368101615580624661-0130022021/original/COVID19NPLPolicy.pdf>.

² Ibid.

³ Resolving bank asset distress. *World Development Report* / World Bank. 2022. URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022/brief/chapter-2-resolving-bank-asset-distress>.

активів на різних управлінських рівнях, а також вжиття необхідних заходів з підвищення якості активів. Подібна практика термінологічного унормування має супроводжуватися ефективною діяльністю інститутів банківського нагляду й дотриманням банками пруденційних правил. Для спонукання їх підвищувати проти-дію неякісним кредитам інститути нагляду мають зобов'язати банки створювати спеціальні підрозділи з витребування прострочених кредитів, забезпечені чітким унормуванням внутрішньої політики, стратегією врегулювання, кількісного ціле-покладання проблемних кредитів як складової стратегій з управління капіталом/ризиками, належними фінансовими/кадровими/інформаційними ресурсами, які б давали їм змогу здійснювати обґрунтовану оцінку ступеню надійності позичальників і функціонували автономно від підрозділів з оформлення кредитів.

На думку експертів, у найближчий/середньостроковій перспективах особи, які визначають політику, стикнуться з низкою викликів, а пріоритети регуляторної і наглядової політики мають включати: формування основ для стійкого скасування надзвичайних заходів підтримки, особливо заходів з надання допомоги позичальникам; підтримку чітких нормативних визначень проблемних кредитів і кредитів з поступками; забезпечення ефективного виконання в контексті ймовірного посилення навантаження на якість активів і капітал банків¹.

Інститутам банківського нагляду слід вимагати від комерційних банків випереджальної оцінки явної нежиттєздатності позичальників, утримання від сумнівних заходів із реструктуризації кредитів. Для цього потрібні ретельний моніторинг інститутами банківського нагляду за ризик-орієнтованим підходом / поглиблений дистанційний моніторинг / моніторинг відповідних секторів, цілеспрямовані виїзні перевірки під час їх відновлення, колегіальний аналіз / аналіз чутливості / фінансовий аналіз найбільших системоутворюючих позичальників.

Експерти Світового банку наголошували на необхідності звернення уваги наглядовими органами на завищення вартості заставного забезпечення, що, поряд з іншими чинниками, спричиняє недостатнє формування резервів під кредитні збитки та унеможливає подальші заходи з урегулювання проблемних кредитів (продаж третій стороні / списання), позаяк буде виявлено завищену оцінку й від банків вимагатимуть визнання збитків. Тобто інститути банківського нагляду повинні гарантувати актуальність і коригування вартості забезпечення, піддавати сумніву надто оптимістичну вартість наданого заставного забезпечення, що дуже важливо для управління кредитним портфелем. У разі набуття останнім істотного масштабу інститути банківського нагляду мають приділяти особливу увагу рахункам "інших активів" завдяки цільовому огляду ринку банківських послуг за наглядовими циклами / вибілковими перевітками / спеціальними оцінками аудиторських/оцінних компаній. Відтак, наголошувалося на неприпустимості стану, зумовленого глобальною фінансовою кризою, як пріоритету інститутів банківського регулювання/нагляду.

¹ COVID-19 and Non-Performing Loan Resolution in the Europe and Central Asia region / World Bank. 2020. December. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/368101615580624661-0130022021/original/COVID19NPLPolicy.pdf>.

Для реалізації останнього експерти Світового банку пропонували гармонізація заходів, що мали передбачати: дієві механізми банківського регулювання і нагляду для належного виявлення проблемних кредитів і формування резервів під кредитні збитки; підвищення спроможності банків до мінімізації обсягів проблемних активів; удосконалення правового забезпечення, що регламентує вирішення банками питання безнадійних кредитів і протидію ймовірним збиткам¹.

Експерти Світового банку акцентували увагу, що досвід країн Європи і Центральної Азії давав змогу визначити важливі уроки пандемії COVID-19. Насамперед ефективне врегулювання проблемних кредитів можливе за наявності об'єктивної інформації про схильність комерційних банків до ризиків, зумовлених проблемними активами. Цієї інформації потребують регулятори / інститути банківського нагляду для оцінки масштабності проблеми, оприлюднення своїх стратегій з її врегулювання, забезпечення адекватного формування резервів банків під кредитні збитки і вжиття заходів до тих банків, які перебувають у зоні високого ризику.

Разом із тим інститутам банківського нагляду слід опрацювати порядок невідкладного за певних обставин / поетапного скасування чинних заходів з надзвичайної допомоги позичальникам з можливою заміною їх більшою мірою адресними заходами, а також короткостроковими правовими заходами із запобігання банкрутству, позаяк їхня пролонгація спричиняє приховані витрати, послаблення розрахункової дисципліни, неефективність розподілу коштів й несприятливий вплив на ліквідність комерційних банків. Водночас за умов дії заходів з надзвичайної допомоги позичальникам інститути банківського нагляду мають вимагати від банків надання достовірної регулярної актуальної порівнюваної інформації про кредити, на котрі поширюється така допомога.

Нарешті, експерти Світового банку вважали, що необхідні подальші кроки з наближення модернізованої системи фінансової неспроможності й наявної практики в цій сфері, чому сприятиме фінансування інститутів, які підтримують функціонування оновлених правових механізмів. За існування значного розриву для інститутів банківського нагляду пріоритетом має бути оновлення інституціональної бази.

З огляду на існування численних державних і приватних стейкхолдерів, усвідомлення ними своєї ролі в реалізації загальнонаціональної стратегії запобігання/протидії великим масштабам проблемних кредитів, мають передбачатися чітка взаємодія і координація вживаних заходів.

Крім того, у рекомендаціях Світового банку наголошується на ефективному забезпеченні дотримання наглядових вимог у періоди посилення тиску на якість активів комерційних банків, коли ускладнюються умови функціонування інститутів банківського нагляду.

На думку експертів Світового банку, кредитний ризик, імовірно, стане пріоритетом наглядової діяльності, що спонукатиме радше орієнтацію їхніх програм на тематичні/поглиблені перевірки на місцях з акцентуванням на цьому ризику, що уможливить об'єктивність у визначенні реального рівня погіршення якості активів

¹ Ibid.

/ кредитних збитків. Для цього інститути банківського нагляду мають впливати на банки в забезпеченні їхньої спроможності управляти зростаючими безнадійними активами, зумовленими збільшенням кількості позичальників, котрі зазнають фінансових труднощів, проявляти особливу пильність у випадках перманентної пролонгації / зміни строків погашення проблемних кредитів / реструктуризації без належної оцінки життєздатності позичальників вже прострочених кредитів, включення амортизації до одноразового платежу наприкінці строку погашення і симуляції для недоотримання банками вимог класифікації / формування резервів під кредитні збитки.

Експерти Світового банку наголошують і на важливості підготовки оглядів якості активів (AQR) як інструменту забезпечення прозорості оцінки фінансового стану банків і формування стратегії реструктуризації банківської системи, що є об'єктивною оцінкою балансової вартості їхніх активів на певну дату і тривалий час успішно використовуються в різних країнах за підтримки СБ.

Увага експертів Світового банку концентрується і на визначенні навмисних неплатників. Зокрема, пропонується ухвалювати їх визначення інститутами банківського регулювання/нагляду, а не окремими комерційними банками, що сприятиме більшій послідовності банківської практики і дасть змогу наглядовим органам вживати заходів, коли діяльність банків зазнає істотних змін¹.

Отже, рекомендації МФО щодо реагування інститутів банківського нагляду на пандемію COVID-19 охопили наріжні наглядові питання, що значною мірою дало їм можливість пройти кризові випробування.

22.4. Підтримка фінансових ринків центральними банками під час пандемії коронавірусу

МВФ оцінив поширення у світі кризових процесів, зумовлених пандемією COVID-19, як *безпрецедентне за масштабом і швидкістю*, а рівень невизначеності як *порівняний з невизначеністю під час війни/політичної кризи*². Натомість ОЕСР підкреслила, що пандемія запустила *найсуворішу рецесію в поточному столітті й істотно руйнівну вплинула на здоров'я/роботу/добробут населення*³. За характеристикою Світового банку, пандемія спричинила початок *найглибшої глобальної рецесії з часів Другої світової війни*⁴.

Реакція фінансових ринків на COVID-19 виявилась м'якшою порівняно з масштабами економічних наслідків (скороченням виробництва / зростанням рівня безробіття). Так, стандартне відхилення Індексу глобальних фінансових умов від середнього з 1995 р. значення у березні 2020 р. *збільшилося* до 3,8 (з від'ємного

¹ COVID-19 and Non-Performing Loan Resolution in the Europe and Central Asia region / World Bank. 2020. December. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/368101615580624661-0130022021/original/COVID19NPLPolicy.pdf>.

² The Great Lockdown. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2020. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

³ Economic Outlook / OECD. 2020. June. URL: <http://www.oecd.org/economic-outlook/>.

⁴ World Bank Global Economic Prospects. 2020. June. URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.

рівня, що свідчило про сприятливу кон'юнктуру на фінансовому ринку на початок 2020 р.), тоді як за глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. індекс сягав 6,72¹.

Після попередньої фінансової кризи капіталізація світового банківського сектору істотно збільшилася. У світовому масштабі капітал комерційних банків перевищував нормативні вимоги за першим компонентом приблизно на 5 трлн дол. США². Утім, за оцінкою ЕВА – незалежного органу ЄС, що здійснює пруденційне регулювання і нагляд у європейському банківському секторі, погіршення якості активів і зростання проблемних кредитів могли стати значною проблемою для комерційних банків. Імовірно втрати банків лише в Європі становили понад 380 млрд дол. США, причому багато з них могли не пережити кризи³.

Відомі дослідники наголошують, що хоча фінансовий сектор не був джерелом нестабільності у 2020 р.⁴, з огляду на вкрай серйозний шок економіки внаслідок пандемії фінансова сфера могла стати чинником її посилення та поширення. Так, *ознаками підвищеної фінансової турбулентності на світовому ринку після запровадження головних карантинних обмежень були:*

1) значне зниження попиту на казначейські зобов'язання США зі строками погашення понад рік (He, Nagel, & Song, 2020) і ліквідності ринку корпоративних облігацій, що спричинило стрімке зростання дохідності цих цінних паперів у березні 2020 р. (Kargar et al., 2020);

2) істотний вплив коштів з інвестиційних фондів і фондів грошового ринку, що, за оцінками БМР, для фондів у США становив понад 160 млрд дол. США, або 15 % їхніх активів під управлінням⁵ (Falato et al., 2020);

3) загроза зупинення / істотного уповільнення платежів за одночасного посилення нестабільності/дефіциту доларових активів для проведення міжнародних розрахунків⁶.

Отже, основними цілями глобальної макропруденційної політики у 2020 р. стало запобігання поширенню економічного шоку на фінансову систему й уможливлення її нормального функціонування.

¹ Monetary Policy Report / The Bank of England, Monetary Policy Committee. 2020. August. P. 22. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/august/monetary-policy-report-august-2020/>.

² Releasing bank buffers to cushion the crisis - a quantitative assessment. *BIS Bulletin*. 2020. No. 11. URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull11.htm>.

³ The EU Banking Sector: first insights into the COVID-19 impacts / European Banking Authority. 2020. URL: https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/Risk%20Assessment%20Reports/2020/Thematic%20notes/883986/Thematic%20note%20-%20Preliminary%20analysis%20of%20impact%20of%20COVID-19%20on%20EU%20banks%20-%20May%202020.pdf.

⁴ Annual Economic Report / BIS. Basel, 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>; The Great Lockdown. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2020. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

⁵ Annual Economic Report / BIS. Basel, 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>.

⁶ Ibid; The Great Lockdown. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2020. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

За оцінками експертів, оскільки причини коронакризи не були пов'язані з фінансовою системою, макропруденційна політика як надійний інструмент уникнення/локалізації системних ризиків, запобігання кризам / зменшення зумовлених ними втрат / виявлення й оцінки ризиків для фінансової стабільності / вжиття заходів з метою їхньої мінімізації, мала застосовуватися у відносно невеликих масштабах¹ (Falato et al., 2020). Утім, як свідчить практика 2019–2020 рр., такий інструмент виявився серед найзатребуваніших. Його застосування для досягнення стійкості фінансової системи і боротьби з фінансовими кризами стало загально визнаним після глобальної кризи 2008–2009 рр. і включення мети забезпечення фінансової стабільності до мандатів ЦБ багатьох країн².

Заявлена урядами країн/МФО/ЦБ вартість заходів, що стимулювали економічний розвиток, на березень 2020 р. становила ~0,9 трлн дол. США, або 1 % світового ВВП; у т. ч. майже 300 млрд дол. США – *прямі фіскальні стимули* і трохи більш як 600 млрд дол. США – стимулюючі пули ЦБ. Проте, з урахуванням опосередкованих форм, обсяг підтримки був істотно більшим³.

В умовах пандемії ЦБ світу активно підтримували/стимулювали функціонування кредитних ринків / ринків банківських і небанківських фінансових послуг (страхових, брокерських, лізингових) / валютних і фондових ринків / ринків державних цінних паперів своїх країн, використовуючи пом'якшення грошово-кредитних умов (зниження процентних ставок); надання додаткової ліквідності / рефінансування; реструктуризацію / мораторій на виплату кредитів; запровадження своп-ліній; пом'якшення контрциклічного буфера капіталу / макропруденційної політики; перенесення строків упровадження стандартів Базель III; кількісне пом'якшення в країнах з нульовою/від'ємною ставкою; інтервенції на валютних ринках країн, що розвиваються; надання кредитів і державних гарантій (100-відсоткові гарантії за кредитами надавалися в Німеччині, Гонконзі, Швейцарії).

Утім, ставлення до низьких/від'ємних процентних ставок ЦБ неоднозначне. Так, є думка, що вони пригнічують доходи комерційних банків, котрі мають сплачувати ЦБ за зберігання грошей на їхніх рахунках, що зменшує прибутки, змушуючи скорочувати кредитування, а клієнтів, чиї заощадження становили важливе джерело кредитування, – забирати гроші. Крім того, на думку експертів ЄЦБ, використання будь-яких інших інструментів регулювання капіталу комерційних банків, окрім контрциклічного буфера, порушує структурний підхід, закладений у вимогах до достатності капіталу (Behn, Ransoite, & d'Acri, 2020). Водночас будь-яка корекція монетарної політики ЦБ неминуче спричиняє динаміку фондових індексів поряд з окремими іншими важливими макроекономічними чинниками.

Монетарне стимулювання економіки до протидії коронакризі ЦБ світу переважно здійснювали завдяки: покращанню умов фінансування бізнесу/населення/

¹ Annual Economic Report / BIS. Basel, 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>.

² Макропруденційна політика / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/macro>.

³ Annual Economic Report / BIS. Basel, 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>.

урядів шляхом зниження процентних ставок; упровадженню кількісного пом'якшення; підтриманню ліквідності, уможливленню зростання ресурсного потенціалу банків / небанківських фінансових установ; регуляторним/наглядовим послабленням збільшення кредитування (Behn, Rancoita, & d'Acri, 2020).

Форма підтримки / інструменти допомоги під час кризи 2007–2009 рр. залежали від специфіки фінансового сектору: банкоцентричного чи орієнтованого на фондовий ринок. Заходи ЦБ в окремих країнах за коронакризи наведено в табл. 5. Водночас для пришвидшення протидії коронакризі ЦБ країн з ринками, що формуються, мали діяти так розгорнуто, як тільки для них це було можливо, для забезпечення від можливості втрати операційної незалежності / посилення фінансового домінування в реалізації фінансової політики держави¹.

Таблиця 22.5

Заходи ЦБ окремих країн (крім регулювання процентних ставок)

Країни	Купівля активів						Заходи на підтримку ліквідності комерційних банків					
	Державний борг	Борг уряду	Корпоративний борг	Секюритизований борг	Інші пок-пки	Заходи, аналогічні QE/QQQE	Регуляторні операції	Цільове/пільгове фондування	Зниження резервних вимог	FX swaps	Полегшення вимог щивимог	Інші
США	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X
Єврозона	X	X	X	X			X	X		X	X	
Японія	X		X		X		X	X		X	X	
Великобританія	X		X				X	X		X	X	X
Канада	X	X	X	X	X		X			X	X	
Австралія	X						X	X		X	X	
Нова Зеландія	X	X					X	X		X	X	
Швейцарія							X	X		X	X	X
Швеція	X	X		X			X	X		X	X	
Норвегія							X			X	X	
Китай								X	X		X	
Бразилія		X	X				X	X	X	X	X	X

¹ Інфляційний звіт. Липень 2020 року / Національний банк України. 2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q3.pdf?v=4.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 22.5

Країни	Купівля активів						Заходи на підтримку ліквідності комерційних банків					
	Державний борг	Борг уряду	Корпоративний борг	Секюритизований борг	Інші пок-пки	Заходи, ана логічні QE QQQE	Регуляторні операції	Цільове/пільгове фондування	Зниження резервних вимог	FX swaps	Полегшення вимог щивимог	Інші
Індія			X			X	X	X	X	X	X	
ПАР	X						X				X	
Південна Корея						X	X	X		X	X	
Індонезія	X						X	X	X	X	X	
Саудівська Аравія								X			X	
Угорщина						X				X	X	X
Чехія							X					
Польща	X						X		X			
Румунія	X						X					
Туреччина	X					X	X	X	X	X	X	X
Мексика							X	X	X	X	X	
Аргентина									X		X	
Чилі			X		X	X	X		X	X	X	X

Примітка. QE – кількісне пом'якшення; FX swaps – валютні свопи.

Джерело: П'ять основних висновків про економічну політику в умовах постійних світових змін: підсумки Щорічної дослідницької конференції / Національний банк України. 2021. 15 черв. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/5-osnovnih-visnovkiv-pro-ekonomichnu-politiku-v-umovah-postiynih-svitovih-zmin-pidsumki-schorichnoyi-doslidnitskoyi-konferentsiyi>.

Попри суттєві відмінності у причинах виникнення й особливостях розвитку кризових проявів, монетарна політика ЦБ була доволі подібною, проте з певними особливостями здійснюваних монетарних програм. У цій площині можна виокремити три групи монетарних заходів, застосовуваних ЦБ для стримування спаду економічної активності, а саме: регулювання процентних ставок як традиційний інструмент монетарної політики, політику кількісного пом'якшення та кредитну підтримку.

На початку пандемії COVID-19 центробанки США і Європи для стримування падіння ділової активності намагалися знижувати ключові ставки (у березні

2020 р. Комітет з операцій на відкритому ринку ФРС поступово зменшив ставки за федеральними фондами на 150 б. п. до 0–0,25 %, Банк Англії – базову ставку рефінансування з 0,75 до 0,1%, а ключові ставки ЄЦБ і Банку Японії вже протягом кількох років були близькі до нуля, а відтак не зазнали змін)¹.

Натомість Банк Японії вжив додаткові заходи з підтримки стабільності на фондовому ринку / надання кредитів / створення резервів для кредитної підтримки МСП на загальну суму близько 90 трлн єн (838 млрд дол. США), а також заходи валютної політики, що передбачали гнучке регулювання обмінного курсу. Важливе місце в реалізації останнього посідало співробітництво з Банком Канади, Банком Англії, ЄЦБ, ФРС, Швейцарським національним банком для збільшення ліквідності в доларах США і виконання кількох двох- й багатосторонніх угод про обмін валютою з азійськими країнами (Izotov, 2021).

Крім того, ФРС США у спільній заяві з фінансовими інститутами закликала комерційні банки враховувати фінансові потреби тих, кого торкнулася коронакриза, пообіцявши регуляторну допомогу². Банк Англії обнулив антициклічний буфер капіталу для (замість передбаченого зростання до 2% на кінець року): масштаб цього заходу був еквівалентний 13-кратному обсягу банківського кредиту бізнесу за 2019 р. ЄЦБ залишив ставки незмінними (базова на рівні нуля, кредитна і депозитна – 0,25 і мінус 0,5 % відповідно)³.

У Швеції підтримці ринку банківських послуг сприяв коридор ставок міжбанківського кредитування (березень 2019 р. – жовтень 2020 р. – 0,15–0,35 %), що великою мірою зумовило зниження кредитних ставок з 0,75 % на початок 2020 р. до 0,1 % влітку⁴. Народний банк Китаю у лютому 2020 р. знизив середньострокову кредитну ставку на 10 б. п., до 3,15 %⁵, хоча й розглядав спалах COVID-19 як шок для пропозиції, внаслідок чого пом'якшення грошово-кредитної політики може допомогти лише певною мірою⁶. Рада грошово-кредитної політики Банку Кореї 19 березня 2020 р. знизила ключову ставку на 50 б. п. – з 1,25 % до рекордно низьких 0,75 %. Процентні ставки зменшили також ЦБ Канади – до 1,25 %, Австралії – 0,5 %, Ісландії – 2,25 % (в Ісландії було обнулено також резервні вимоги за депозитами), Індонезії – 4,75 % (водночас знижено резервні вимоги, розпочато купівлю держоблігацій, пом'якшено

¹ Policy Responses to COVID 19 / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

² Agencies encourage financial institutions to meet financial needs of customers and members affected by coronavirus. 2020. March 9. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200309a.htm/>.

³ Opening Statement by the Governor and Andrew Bailey. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2020/march/opening-remarks-march11-2020.pdf>.

⁴ Чинники, складові і результати запровадження і реалізації антикризової політики в окремих країнах світу та Україні. *Прогноз соціально-економічного розвитку України у 2021 р.* Київ : Заповіт, 2021. С. 61–62.

⁵ China cuts MLF interest rate. URL: http://www.xinhuanet.com/english/2020-02/17/c_138791605.html.

⁶ China's central bank resists large-scale coronavirus stimulus. Financial Times. 2020. March 6. URL: <https://www.ft.com/content/6d1725be-5e9d-11ea-b0ab-339c2307bcd4>.

умови для іноземних інвесторів із використання виручених від продажу держоблігацій рупій), Малайзії – 5, Сербії – 1,75, Молдови – 4,5, Кувейту – 2,5, Саудівської Аравії – 1,75, Бахрейн – 1,75 %¹.

Утім, недовіра процентних коригувань спричинила повернення до таких заходів монетарного впливу, як операції кількісного пом'якшення (включно з від'ємними процентними ставками за депозитами), купівля ЦБ значних обсягів довгострокових цінних паперів (здебільшого казначейських облігацій, зобов'язань державних агентств, забезпечених іпотекою, муніципальних зобов'язань, низькоризикових облігацій приватних компаній) для свого портфеля і програми кредитної підтримки окремих галузей, груп населення, підприємств МСП, котрі були наріжними в здійснюваній монетарній політиці з протидії/локалізації негативних наслідків коронакризи.

Хоч операції кількісного пом'якшення є модифікацією класичного методу монетарної політики – операцій на відкритому ринку, ЦБ використовують інші способи впливу на стан фондових ринків. Позаяк ЦБ реалізують їх не як нерегулярні купівлі короткострокових державних цінних паперів для коригування резервної позиції комерційних банків у ролі продавців/покупців цих цінних паперів, мають на меті істотне збільшення грошової бази / приплив ліквідності. Разом із тим купівля ЦБ значних обсягів державних цінних паперів спричиняє їхню нестачу на фондовому ринку, внаслідок чого їхній курс зростає / дохідність знижується / інвестиційні уподобання трансформуються, оскільки зростає попит на високодохідні папери, що зумовлює активізацію функціонування ринку, підвищення ділової активності (Bernanke, 2020).

Так, у березні 2020 р. ФРС започаткувала безстрокову програму купівлі казначейських облігацій на 500 млрд дол. США та іпотечних цінних паперів агентств – 200 млрд дол. США. Наприкінці березня щоденні купівлі згаданих облігацій ста-

¹ Bank of Korea announces 50bp Base Rate cut and measures to stabilize economic and financial conditions. 2020. March 16. URL: <https://www.bok.or.kr/viewer/skin/doc.html?fn=202003160538478640.doc&rs=/webview/result/E0000634/202003>; Bank of Canada lowers overnight rate target to 1 ¼ percent. 2020. March 4. URL: <https://www.bankofcanada.ca/2020/03/fad-press-release-2020-03-04/>; Statement by Philip Lowe, Governor: Monetary Policy Decision. 2020. URL: <https://www.rba.gov.au/media-releases/2020/mr-20-06.html>; Statement of the Monetary Policy Committee. 2020. March 11. URL: <https://www.cb.is/publications/news/news/2020/03/11/Statement-of-the-Monetary-Policy-Committee-11-March-2020/>; Bank Indonesia cuts rate, revises down growth target amid virus outbreak. 2020. February 20. URL: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/02/20/bank-indonesia-cuts-rate-revises-down-growth-target-amid-virus-outbreak.html>; Malaysia and Australia cut rates to counter coronavirus threat. 2020. March 3. URL: <https://asia.nikkei.com/Economy/Malaysia-and-Australia-cut-rates-to-counter-coronavirus-threat>; Serbia cuts main interest rate amid coronavirus fears. 2020. March 11. URL: <https://www.reuters.com/article/serbia-rates/update-1-serbia-cuts-main-interest-rate-amid-coronavirus-fears-idUSL8N2B46VL>; Moldova's central bank cuts base rate. 2020. May 6. URL: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/moldova-s-central-bank-cuts-base-rate-57441416>; CBK Cuts its Discount Rate by a Quarter Percentage Point from 2.75% to 2.50%. 2020. March 4. URL: <https://www.cbk.gov.kw/en/cbk-news/announcements-and-press-releases/press-releases/2020/03/202003041408-press-release-cbk-cuts-its-discount-rate-by-a-quarter-percentage-point-from-275>; Sama's decision on repo and reverse repurchases. 2020. March 3. URL: <https://www.sama.gov.sa/en-US/News/Pages/News-508.aspx>; CBB Cuts Key Interest Rate. 2020. March 3. URL: <https://www.cbb.gov.bh/media-center/cbb-cuts-key-interest-rate-3/>.

новили 75 млрд дол., згодом – 15 млрд дол., що істотно перевищувало обсяги за світової фінансової кризи. Такі дії зумовили швидке зростання грошової бази, яка з лютого по серпень 2020 р. зросла на 1,365 трлн дол. США, або 39,6 %, і додаткову грошову ліквідність¹. При цьому дохідність 30-річних державних цінних паперів за січень – березень 2020 р. знизилася з 2,5 до 0,7 %, що спричинило масштабний продаж інвесторами довгострокових казначейських облігацій, купівлю короткострокових державних цінних паперів, іпотечних паперів приватних компаній².

У березні 2020 р. ЄЦБ ухвалив програму РЕЕР, що передбачала купівлю держоблігацій і об'єднав усі програми, що входили до загальної програми купівлі фінансових активів (APP) із синхронним розширенням переліку цінних паперів / зниженням вимог до їхньої ризикозахищеності.

У Франції, додатково до заходів із фінансової стабілізації єврозони, застосовувалися обнуління антициклічного буферного капіталу комерційних банків, посередництво для підтримки перегляду кредитів суб'єктам МСП; в Італії – мораторій на кредитні виплати для окремих домогосподарств та МСП, включно з іпотекою/овердрафтом, державні гарантії позик МСП, державна гарантія в розмірі 0,5 млрд євро Державному банку розвитку для підтримки кредитування/ліквідності банків для фінансування середніх/великих підприємств, можливість банків/небанківських фінансових установ тимчасово функціонувати за нижчих вимог капіталу/ліквідності, розширення зобов'язань зі звітності, перепланування виїзних перевірок; в Естонії – зниження буфера системного ризику для комерційних банків з 1 до 0 % з метою вивільнення ресурсів для компенсації втрат за кредитами або нових позик; у Латвії – зниження процентних ставок за кредитами на 50 % для МСП у туристичному секторі та на 15 % для великих підприємств, збільшення резервного капіталу Інституту фінансового розвитку ALTUM для використання кредитних гарантій / позик постраждалим компаніям; у Литві – зниження антициклічного буфера капіталу з 1 до 0 %, заохочення комерційних банків до гнучкості стосовно позичальників³.

Польща вдалася до таких заходів для фінансової стабілізації: перезапуск операції репо (fine-tuning) для дотримання ліквідності банків; зниження коефіцієнта резервування з 3,5 до 0,5 %; підвищення процентної ставки за обов'язковими резервами; купівля польських казначейських цінних паперів на вторинному ринку; впровадження програми фінансування банківського кредитування нефінансових приватних підприємств; скасування буфера системного ризику для унормування банківського капіталу; пролонгація послаблення кредитних втрат завдяки перегляду резервів / перекласифікації позик наявним малим, середнім, мікропідпри-

¹ Money Stock Measures. H.6 Release / FRS. 2020. September 19. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h6/>.

² Monetary Policy Report / Board of Governors of the FRS. 2020. June 12. 58 p. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20200612_mprfullreport.pdf.

³ Monetary Policy Decisions / ECB. 2020. June 4. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.en.html>.

емствам; надання гнучкості у відповідності банкам вимогам капіталу/ліквідності; забезпечення гнучкості оцінки платоспроможності за Solvency II на ринку страхових послуг; добровільне відстрочення платежів за кредитами постраждалих позичальників на 3 місяці (Подколзіна, 2020).

На відміну від ФРС і ЄЦБ, Банк Японії реалізовував політику кількісного і якісного монетарного пом'якшення (quantitative and qualitative monetary easing, QQME), спрямовану на підвищення зростання інфляції до таргету у 2 %, що передбачало щорічний ліміт купівлі ним держоблігацій на 50 трлн єн, а з початком пандемії – 80 трлн єн. Удвічі було збільшено й обсяги купівлі валютних облігацій / цінних паперів японських трастів з операціями з нерухомістю – до 12 трлн і 180 млрд єн відповідно. Крім того, Банк Японії мав купити комерційні цінні папери / корпоративні облігації на 1 трлн єн кожних¹. Банк Японії оголосив і про готовність викупити на вторинному ринку держоблігації на 500 млрд єн (4,6 млрд дол. США) для забезпечення додаткової ліквідності ринку².

Національний банк Китаю (НБК) у березні 2020 р. оголосив про зниження резервних вимог для 6 найбільших комерційних банків на 50 б. п., а для решти – на 100 б. п., що дало змогу вивільнити 550 млрд юанів для постраждалої від коронакризи економіки³. Водночас рівень обов'язкових резервів для банків, що кредитували МСП, було обнулено, що мало вивільнити близько 400 млрд юанів (56,38 млрд дол. США) ліквідності для підтримки економіки. Сукупний обсяг фінансування, включаючи банківські, позабалансові кредити, розміщення акцій і облігацій, у березні становив рекордні 5,15 трлн юанів (732 млрд дол. США) порівняно з 860 млрд юанів місяцем раніше (Ібраєв, & Воротилова, 2020). Розширення НБК угод зворотного репо для підтримання ліквідності в банківському секторі на достатньому рівні за коронакризи становило 1,2 трлн юанів, з яких 300 млрд скеровано на 7-денні зворотні репо зі ставкою 2,4 % і 900 млрд – на 14-денні за ставкою 2,55 %⁴.

В Україні у 2020 р. НБУ підвищив доступність кредитів бізнесу/ домогосподарствам, для чого істотно пом'якшено здійснювану ним монетарну політику, ставши одним із лідерів серед країн з ринками, що формуються, за зниженням облікової ставки⁵. Наприкінці 2020 р. НБУ реалізовував стимулюючу монетарну політику, зберігаючи ключову ставку в 6 %, що за низької інфляції уможливлювало пролон-

¹ Enhancement of Monetary Easing in Light of the Impact of the Outbreak at the Novel Coronavirus (COVID 19) / Bank of Japan. 2020. March 16. URL: https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2020/k200316b.html.

² Bank of Japan vows to do all it can to calm markets amid coronavirus. 2020. March 2. URL: <https://www.japantimes.co.jp/news/2020/03/02/business/bank-of-japan-stability-coronavirus/#.XmprnpMzZUM>.

³ China pumps \$79 billion into economy with bank cash reserve cut. 2020. March 13. URL: <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-rrr-cut/china-pumps-79-billion-into-economy-with-bank-cash-reserve-cut-idUSKBN2101B3>.

⁴ China's central bank injects more liquidity into market amid epidemic battle. URL: http://www.xinhuanet.com/english/2020-02/03/c_138752041.html.

⁵ Інфляційний звіт. Липень 2020 року / Національний банк України. 2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q3.pdf?v=4.

гацію зниження комерційними банками середньозважених гривневих ставок за кредитами/депозитами й швидке економічне відновлення¹.

Водночас регулятор започаткував такі інструменти підтримання кредитування / забезпечення гнучкості управління ліквідністю банків: довгострокове фінансування на 1–5 років за процентною ставкою, котра дорівнювала ключовій, що давало змогу ресурсну базу для довгострокового кредитування реального сектору; збільшення періодичності тендерів з підтримки ліквідності/строку надання кредитів з 30 до 90 днів; розширення переліку застав комерційних банків для отримання рефінансування, своп процентної ставки, що уможливлювало управління процентним ризиком комерційних банків, обнуління норми резервування гривневих коштів, зміна алгоритму розрахунку зобов'язань банків, що потребували обов'язкового резервування, відтермінування формування буферів капіталу, відтермінування подання/оприлюднення фінансової звітності, тимчасове скасування виїзних перевірок, стрес-тестування, рекомендація комерційним банкам утриматись від виплати дивідендів.

22.5. Пропозиції щодо розбудови сталого фінансового сектору в Україні з урахуванням рекомендацій міжнародних організацій і наслідків пандемії COVID-19

Пандемія COVID-19 та повномасштабне російське вторгнення спричинили чимало труднощів для бізнесу в Україні. Однак, попри це, вітчизняні підприємства продовжують дотримуватися стандартів сталого розвитку. Зокрема, згідно з опитуванням ЄБА, у 2022 р. близько 96 % українських підприємств працювали з урахуванням Цілей сталого розвитку та досягли відповідних показників у 2021 р. Крім того, загальна оцінка України в Індексі сталого розвитку покращилася на 0,23 бала порівняно з минулим роком – до 3,5 з 5².

Тим часом фінансові установи та фінансові регулятори продовжували стимулювати механізми сталого фінансування й розвивати тренди сталого фінансування. Наприклад, наприкінці 2021 р. НБУ оприлюднив політику сталого фінансового розвитку до 2025 р. Її розроблено у співпраці з Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК), експерти якої наголосили на необхідності розроблення дорожньої карти сталого фінансування, що об'єднає потенціал приватного та державного секторів для розвитку фінансування низьковуглецевих проєктів в Україні, посилення сталих фінансових практик за підтримки держави. На необхідності цього наголошував НБУ³. Таким чином, упровадження ініціатив сталого розвитку у фінансово-

¹ Інфляційний звіт. Січень 2021 року / Національний банк України. 2021. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q1.pdf?v=4.

² EBA Sustainable Development Index 2022 / EBA. 2023. URL: <https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2023/01/Sustainability-Index-2022-eng-version-for-December-29.pdf>; The war could not discourage businesses from the principles of sustainable development – EBA study / EBA. 2023. January 5. URL: <https://eba.com.ua/en/vijna-ne-zmusyla-biznes-vidmovyts-vid-pryntsyypiv-stalogo-rozvytku-doslidzhennya-eva/>.

³ Політика щодо розвитку сталого фінансування на період до 2025 року / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Policy_rozvytok-stalogo-finansuvannja_2025.pdf.

му секторі потребує державної підтримки, а також застосування досвіду міжнародних організацій, вивчення успішних інтернаціональних практик.

Серед ключових функцій МФК у сучасному соціально-економічному порядку денному можна виокремити розроблення та поширення інноваційних фінансових продуктів на міжнародних ринках, упровадження практик запобігання “грінвошингу”. Практичне значення мають зусилля, пов’язані із запровадженням зелених, соціальних облігацій та облігацій сталого розвитку, а також наданням зелених, соціальних кредитів та кредитів сталого розвитку (Calonje, & de la Orden, 2022). Інноваційні функції МВФ пов’язані з просуванням та всебічною підтримкою сталого фінансування на ринках країн, що розвиваються. Зокрема, йдеться про прикладні дослідження й практичну реалізацію переваг сталого фінансування з урахуванням соціально-економічних викликів і пріоритетів та еволюції сучасних пріоритетів (Goel, Gautam, & Natalucci, 2022). На рівні ЄС питання сталого фінансування та інструменти реалізації ЦСР також набули значного поширення. Наприклад, однією з найпопулярніших ініціатив, підтриманих Європейською комісією, є Європейський зелений курс (European Green Deal)¹. У його основу покладено економічні, соціальні та політичні заходи, спрямовані на те, щоб зробити європейську економіку більш зеленою та енергоефективною до 2050 р. (Elkerbout et al., 2020). Україна приєдналася до ініціативи курсу наприкінці 2020 р. з метою подолання наслідків зміни клімату, впровадження заходів для захисту здоров’я і добробуту населення, стимулювання екологічно орієнтованої ділової активності (Діба, & Гернего, 2020).

Таким чином, відновлення української економіки після пандемії та у післявоєнний період має відбуватися з урахуванням глобального тренду сталих фінансів. Зокрема, доцільно використовувати державну підтримку та ініціативи міжнародних організацій з метою ефективного застосування інноваційних фінансових інструментів на національному рівні.

Питання сталого розвитку та сталих фінансів набули поширення у низці важливих теоретичних та прикладних досліджень, що зумовлено узагальненням відповідних процесів у світі. Дослідження у цій сфері ґрунтуються на ЦСР, схвалених експертами ООН у 2015 р. на період до 2030 р., які передбачають подолання 169 викликів у рамках 17 глобальних цілей². Питання фінансування пріоритетів сталого розвитку, зокрема фінансових механізмів збалансованої підтримки окремих цілей, посідає чільне місце в контексті експертних досліджень міжнародних організацій, зокрема Організація Об’єднаних Націй (Гернего, 2020).

А. Амрі, Р. Боуті та Ф. Бодхейна вивчають застосування принципів сталого розвитку в контексті стратегічного планування та реалізації ініціатив зі сталого фінансування. Автори зазначають, що існує взаємозв’язок між ефективністю

¹ A European Green Deal. URL: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en.

² Take Action for the Sustainable Development Goals / UNDP. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>.

управлінських процесів та сталим фінансуванням на рівні бізнесу (El Amri, Boutti, & Rodhain, 2020). У цьому контексті одним із компонентів сталого фінансування, який має потенціал для розширення на міжнародному рівні, є аналіз соціально відповідального інвестування (Bhandari, 2019).

Дослідження сталого фінансування ініціатив Зеленого курсу набули значного поширення у зв'язку з розгортанням цих процесів у світі. Зокрема, вони відображені в роботі експертів брюссельського аналітичного центру Bruegel, що спеціалізується на дослідженнях політики та міжнародних економічних питань (Claeys, Tagliapietra, & Zachmann, 2019). Експерти Центру європейських політичних досліджень (CEPS) опублікували аналітичний матеріал щодо специфіки Зеленого курсу в контексті наростання коронавірусної кризи та її наслідків (Elkerbout et al., 2020).

Оскільки тенденція до сталого фінансування у світі посилюється, зростає і роль досліджень інструментів сталого фінансування на національних та міжнародних ринках. Зокрема, у роботі Р. Шварце, О. Сущенко та Т. Соколової проаналізовано ключові фінансові інструменти з точки зору зеленого фінансування (Sokolova, Sushchenko, & Schwarze, 2019). Вивчаються три основні групи фінансових інструментів у контексті сталого розвитку: зелені кредити, зелені облігації та ЦСР, визначаються спеціальні резерви та гарантії, використовувані для їх досягнення (Elkerbout et al., 2020).

Однак, попри наявність численних досліджень, присвячених окремим аспектам сталого фінансування, актуалізується потреба в узагальненні ролі конкретних фінансових інструментів у досягненні пріоритетів сталого розвитку. Тому важливо враховувати досвід і можливості міжнародних організацій у просуванні практик стійкого фінансування на глобальному рівні.

З економічної точки зору стале фінансування дає змогу акумулювати й розподіляти ресурси з метою підтримки сталого розвитку за рахунок прийняття відповідних рішень у фінансовому секторі (Nicholls, 2021) (рис. 22.1).

Таким чином, стале фінансування залежить від поточного глобального середовища і водночас впливає на позицію національних економік у світі.

Для того щоб належним чином упровадити процеси сталого фінансування, важливо обрати правильні інструменти. Зокрема, міжнародні організації активізують дослідження щодо застосування соціальних і зелених облігацій, кредитів, а також облігацій та кредитів сталого розвитку.

Огляд фінансових інструментів демонструє необхідність враховувати зростаючу роль зміни клімату та екологічних питань у прийнятті економічних та фінансових рішень. Так, ЄЦБ визнав кліматичні й екологічні проблеми важливими факторами ризику в сучасних умовах¹. Більше того, експерти БМР підкреслюють, що ці фактори є джерелом системного фінансового ризику і, ймовірно, стануть причиною наступної світової фінансової кризи². Таким чином, представники між-

¹ Guide on climate-related and environmental risks / ECB. 2020. November. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr201127~5642b6e68d.en.html>.

² The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change / BIS. 2020. January. URL: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>.

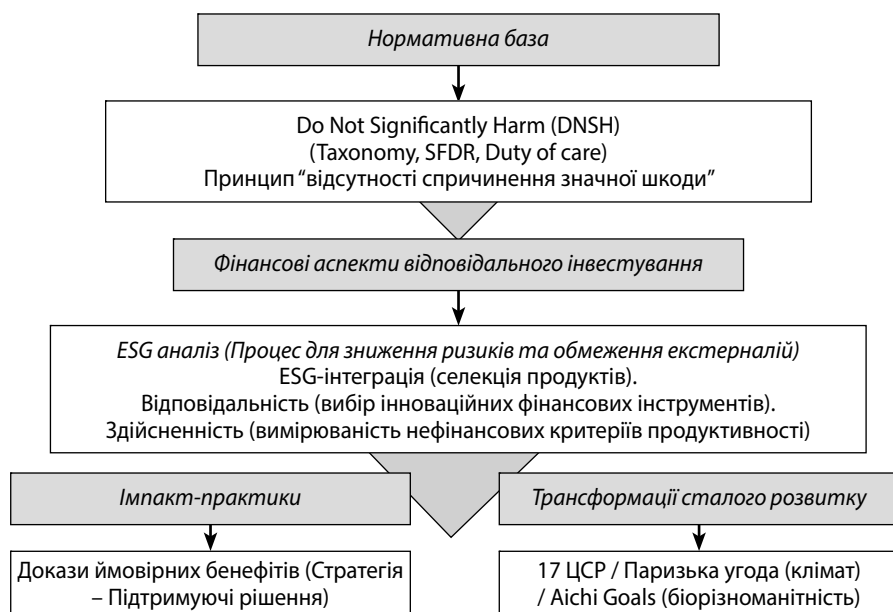


Рис. 22.1. Засади поширення практик сталого фінансування в Європі

По будовано за: (Besquey, & Clerc, 2021).

народних організацій визначають зелені облігації як спеціальний інструмент фінансування виключно екологічних проєктів. Такі інструменти використовуються відповідно до Стандарту зелених облігацій ЄС (EU Green Bond Standard, EU GBS). Він встановлює правила для емітентів зелених облігацій для забезпечення прозорості процесу фінансування, а також окреслює основні характеристики зелених облігацій та принципи їх застосування.

Соціальні облігації й облігації сталого розвитку набули популярності як механізми імпаکت-інвестування. На міжнародному рівні їх фактичне застосування регулюється стандартами та принципами, розробленими Міжнародною асоціацією ринків капіталу (ICMA). Основною функцією соціальних облігацій є фінансування реалізації соціальних проєктів, зокрема пов'язаних з доступом до освіти, охорони здоров'я та житла. Крім того, надходження від їх випуску спрямовуються на реалізацію наявних та нових проєктів або на вирішення конкретних соціальних проблем. Як наслідок, основним проявом впливу соціальних облігацій є досягнення соціального прогресу й позитивних змін на ринку¹.

Поряд із соціальними та зеленими облігаціями важливими інструментами на ринках сталих фінансових ринків є зелені та соціальні кредити. Насамперед у розвинутих європейських країнах на зелених кредитах спеціалізуються так звані зеле-

¹ Cooperation with international financial institutions / National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/en/about/international/financial-institutions>.

ні банки. Вони фінансують екологічні проекти та проекти відновлювальної енергетики за рахунок ресурсів, які охоче надають екологічно свідомі громадяни та активісти (Bai et al., 2022). Останніми роками схеми зелених кредитів поширились і у вітчизняних банках.

У сучасному світі співпраця з МФО у сфері інвестиційного фінансування є невід'ємним елементом економічного розвитку для кожної країни. Для України такі відносини є відправною точкою для інтеграції національної економіки у світовий простір, адже кредити – важливий фінансовий ресурс для реалізації проектів і пріоритетів соціально-економічного розвитку.

В Україні розвиток сталого фінансування пов'язаний з участю в низці міжнародних ініціатив, націлених на вирішення проблем, пов'язаних із численними кліматичними та екологічними викликами. Наприклад, у рамках Паризької угоди Україна взяла на себе зобов'язання скоротити викиди парникових газів від усіх секторів економіки до рівня нижче 35 % рівня 1990 р. до 2030 р. Відповідно, фінансовий регулятор України встановив цілі сталої фінансової політики та зосередився на розробленні дорожньої карти сталого фінансового розвитку.

Методологія розроблення дорожньої карти відповідає міжнародним вимогам, окресленим у путівнику, укладеному експертами Світового банку. Стандарти сталого фінансування ґрунтуються на рекомендаціях стосовно інтеграції екологічних, соціальних і управлінських стандартів у діяльність фінансових установ. Вказані процеси відбуваються в рамках домовленостей про співпрацю у сфері сталого фінансування між НБУ та МФК, укладених у квітні 2021 р. Основні положення вітчизняної політики розвитку сталого фінансування реалізуються поряд та відповідно до програм МФК “Зелене фінансування” і “Сприяння інвестиціям через інтегровані екологічні, соціальні й управлінські стандарти в Європі та Центральній Азії”. Наведені програми реалізуються у партнерстві з Федеральним міністерством фінансів Австрії та Державним секретаріатом Швейцарії з економічних питань SECO. Дорожня карта має прикладний характер та призначена для моніторингу ділової активності НБУ в частині формування передбачуваних і стабільних регуляторних засад з метою поширення в країні сталого фінансування із зазначенням конкретних часових норм та з урахуванням потреби забезпечення послідовності й адаптивності банківської системи, небанківських фінансових установ до змін.

Відповідно, в Україні на рівні регулятора триває систематична співпраця між НБУ та міжнародними організаціями (рис. 22.2).

Зокрема, стратегічне оновлення національної фінансової системи спирається на реалізацію спільних проектів та ініціатив з МВФ у контексті активізації тенденцій сталого розвитку. Україна стала членом МВФ у 1992 р., що закріплено відповідним законом. Голова НБУ представляє нашу країну на рівні МВФ, а Міністр фінансів є його заступником у рамках ділової активності. У довоєнний період головні напрями співпраці з МВФ стосувалися таких аспектів: співпраця за програмами підтримки платіжного балансу (стенд-бай та механізм розширеного фінансування), щорічні консультації за ст. IV Угоди з МВФ, технічна допомога та інші заходи, пе-

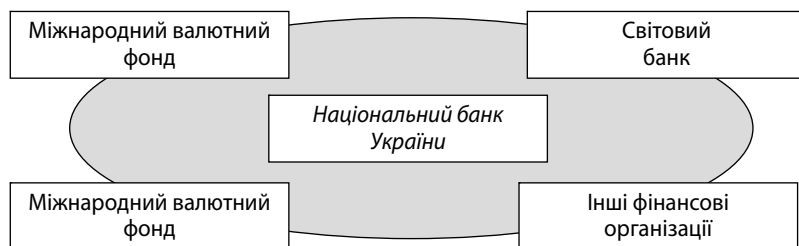


Рис. 22.2. Напрями співпраці НБУ та міжнародних організацій
у контексті розбудови національної стратегії сталого фінансування

Побудовано авторами.

редбачені членством у Фонді. Однак повномасштабне російське вторгнення дещо змінило ключові аспекти взаємодії з МВФ, зокрема в частині надання Україні екстреної фінансової допомоги в рамках Інструменту швидкого фінансування (RFI). Програма RFI спрямована на фінансування першочергових видатків і забезпечення нагальних потреб платіжного балансу України через війну, що триває.

Крім того, Виконавча рада МВФ схвалила розширення інструментів антикризового фінансування. Адже, попри війну, Україна схильна продовжувати реалізацію реформ і розуміє необхідність запуску повноцінної програми, яка забезпечить стале фінансування. Планується спільна реалізація так званого механізму розширеного фінансування в рамках програми співробітництва з МВФ. Цю чотирирічну програму буде спрямовано на вирішення проблем платіжного балансу та відновлення середньострокової зовнішньої стабільності, фінансової та торгової стійкості, а також середньострокової зовнішньої життєздатності. Водночас вона сприятиме довгостроковому зростанню в контексті післявоєнної відбудови та вступу України до ЄС.

Програма передбачає двоетапний підхід до її реалізації. На першому етапі основною метою є підтримка макроекономічної та фінансової стабільності в умовах війни, що триває, з одночасним закладенням фундаменту для потужної післявоєнної відбудови на основі сталого розвитку. На другому, післявоєнному, етапі НБУ поглибить програму структурних реформ і запровадить додаткові реформи макроекономічної політики для відновлення середньострокової зовнішньої стабільності, підтримки відновлення, сприяння швидкому довгостроковому зростанню та прискоренню зусиль щодо вступу до ЄС¹.

Група Світового банку є одним зі світових лідерів у сфері сприяння глобальному економічному зростанню. Міжнародна присутність Світового банку була започаткована через становлення та розвиток МБРР та МАР, діяльність яких зосереджена насамперед на наданні консультацій та кредитів для реалізації конкретних проєктів, реконструкції та розвитку країн із середнім рівнем доходу й найбідніших країн. У

¹ Cooperation with international financial institutions / National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/en/about/international/financial-institutions>.

результаті зростання фінансових потреб країн-клієнтів та інтернаціоналізації інвестицій мережу Світового банку було розширено за рахунок створення МФК, БАГІ та МЦУІР, що зумовило децентралізацію окремих сфер сприяння інвестиціям та формування Групи Світового банку.

У зв'язку з диверсифікацією пріоритетних напрямів залучення фінансових ресурсів Групою Світового банку виникла потреба у створенні відособлених організацій, націлених на фінансування пріоритетів сталого розвитку. Зокрема, однією з таких установ є МФК¹. Зусилля МФК не зосереджені на певному секторі господарювання. Натомість спостерігається підтримка міжсекторальних зв'язків із метою стабілізації фінансового сектору, підтримки сталого розвитку в аграрному бізнесі, поліпшення бізнес-інфраструктури за рахунок посилення інфраструктури й застосування джерел альтернативної енергетики. На локальному рівні ключова мета функціонування МФК полягає у підтримці конкурентних позицій суб'єктів МСП, зокрема у країнах, що розвиваються.

Діяльність МФК ґрунтується на подвійному ефекті. Зміцнення національної економіки вимагає перегляду наявного асортименту товарів і послуг з метою підвищення рівня життя в країні. Водночас існує нагальна потреба у виході на міжнародні ринки, що потребує приведення виробництва у відповідність до принципів сталого розвитку. Таким чином, діяльність МФК пов'язана зі зміцненням сталого розвитку на національному й глобальному ринках. Варто зазначити, що МФК має потенціал для координації сталого розвитку МСП на міжнародному рівні через співпрацю з фінансовими регуляторами окремих країн. Протягом багатьох років на великі підприємства припадало менше 1 % загального кредитного портфеля корпорації (Гернего, 2018).

У свою чергу, ЄБРР було створено завдяки спільним зусиллям низки країн, ЄС та ЄІБ. Основними цілями кредитування ЄБРР є реформування національних банківських систем, лібералізація та збалансування цін, приватизація й участь у створенні правової бази щодо прав власності, а також сприяння довгостроковому кредитуванню. ЄБРР також допоміг у залученні зовнішнього капіталу, як приватного, так і державного, за відсутності достатнього внутрішнього капіталу для фінансування ринкових змін. Досягнення цих цілей забезпечується відповідно до стратегічних пріоритетів Банку.

Інвестиції в акціонерний капітал здійснюються у трьох основних сферах – промисловість, інфраструктура та фінансовий сектор, причому пріоритет надається компаніям, які активно впроваджують інновації. Банк також сприяє поширенню інноваційних продуктів на міжнародних ринках за допомогою гарантій ЄБРР, знижуючи ризики міжнародного фінансування з боку банків, інтернаціональних посередників і торговельних організацій.

Прямі кредити ЄБРР надаються здебільшого для реалізації проектів, які мають національне або регіональне значення, створюють соціальний та економічний

¹ International Finance Corporation. URL: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/home.

ефект. Окремим напрямом діяльності установи є кредити малому бізнесу, котрі мають пільговий характер та підтримують компанії, які реалізують проекти відповідно до стратегічних напрямів діяльності ЄБРР.

Отже, дослідження ініціатив міжнародних організацій у розвитку інструментів сталого фінансування дає змогу зробити висновок щодо високої ролі взаємодії держави, бізнесу та міжнародних організацій з метою акумулювання зусиль для посилення сталого фінансування за рахунок застосування інноваційних інструментів, створення відповідних політик і розбудови дорожніх карт сталого розвитку.

Висновки до розділу 22

Основні заходи боротьби проти пандемії коронавірусу в європейських країнах було запроваджено у березні – квітні 2020 р. Будь-які послаблення банкам мали визначений термін або були прив'язані до карантину в конкретній країні, тому, як правило, продовжувались. В окремих країнах рішення про реструктуризацію кредитів та мораторій ухвалювали уряди, але здебільшого – центральні банки та/або регуляторні органи. Характерною рисою мораторію було право позичальників на пролонгацію кредиту та кредитні канікули. Така поступка надавалась лише тим позичальникам, котрі належним чином обслуговували кредити до спалаху пандемії. Обов'язковий мораторій, запроваджений нормативними актами (постановою центрального банку або законом), доповнювався в кількох країнах добровільним мораторієм, що ініціювали національні асоціації банків. У цілому реакцію органів нагляду можна оцінити як своєчасну, скоординовану, рішучу. Масштаби й терміни заходів виходили із загрози поширення коронавірусу, згортались одразу після однозначного згасання пандемії, комбінувались із інструментами монетарної політики, враховували значення МСП для економіки, запровадження пакета фіскальних стимулів.

Аналіз хронології рішень дає змогу стверджувати, що приклад європейських органів нагляду “задав тон” і НБУ також намагався підтримати банки, проте часом з певним запізненням, вибірково повторюючи ті чи інші рішення європейських ЦБ у сфері регулювання. Критерії прийнятності для реструктуризації варто було чітко визначити принаймні в частині: а) відсутності прострочення боргу станом на 1 березня 2020 р. (до запровадження карантину; б) поширення тільки на ті підприємства, котрі зазнали скорочення обсягів реалізації продукції у I–II кв. 2020 р. порівняно з 1 січня 2020 року більше ніж на 10 %; в) надання пріоритету у фінансуванні та поступках тим галузям, які найбільше постраждали від пандемії (туризм, готельний сектор, пасажирські перевезення, харчування, розваги, освіта). НБУ, на нашу думку, мав встановити вимоги щодо розкриття звітності про реструктуризацію кредитів унаслідок пандемії. Без цієї вимоги українські банки не дотримувались єдиного підходу (звітність розкривали лише окремі з них). Головне, що НБУ не прийняв нормативні акти або не виступив із законодавчою ініціативою щодо внесення змін до Закону України “Про банки і банківську діяльність” стосовно права прийнятних позичальників на реструктуризацію кредитів. На відміну від органів нагляду більшості європейських країн, НБУ лише *рекомендував банкам* надавати

різні поступки тим позичальникам, котрі зазнали фінансових труднощів через пандемію коронавірусу¹. Як видається, найкращій європейській практиці відповідало би визнання українським регулятором того, що у класифікації кредитного ризику ті кредити, які були робочими до спалаху пандемії та були реструктуризовані станом на кінець 2020 р., вже не вважатимуться такими, що мають ознаки дефолту.

НБУ також відстрочив запровадження додаткових буферів капіталу на період пандемії та рекомендував банкам утриматися від розподілу дивідендів принаймні до кінця 2020 р.². Виїзні перевірки та стрес-тестування банків було відкладено³.

На наш погляд, НБУ варто розробити аналогічні пакети надзвичайних заходів, які будуть активовані в разі появи тригерів, що свідчать про системну кризу. Також доцільно внести зміни до регуляторних вимог щодо банківських планів безперервної діяльності. Особливу увагу необхідно приділити умовам реструктуризації та критеріям прийнятності позичальників. Тимчасове послаблення вимог до капіталізації банків не справило суттєвого впливу на кредитну активність, оскільки на момент спалаху пандемії у банків був високий рівень капіталізації.

Фахівці МВФ рекомендували інститутам банківського нагляду радити комерційним банкам гнучко користуватися можливостями за чинних правил для обачного перегляду умов кредитування позичальників, що перебувають у стресовій ситуації, не послаблювати правила класифікації позик / формування резервів, якомога точніше обраховувати необслуговувані кредити / потенційні втрати. Водночас *дієвість/ефективність ринкової дисципліни великою мірою залежатиме від прозорості інформації про ризики й адекватного інформування про очікування інститутів банківського нагляду з реакції на наслідки пандемії COVID-19*. Відтак, інститутам банківського нагляду, вважаємо, варто посилити моніторинг фінансової стійкості, активізувати діалог з комерційними банками.

На думку експертів Світового банку, необхідна узгодженість трьох пулів заходів політики управління проблемними кредитами:

- 1) стабільних нормативно-правового забезпечення і наглядової практики, що уможливає належне виявлення комерційними банками проблемних кредитів / формування резервів під кредитні збитки як засад стратегії врегулювання проблемних кредитів, позаяк за їхньої відсутності показники якості активів / фінансової стійкості банків не відображають економічних реалій, стаючи перешкодою для інститутів банківського нагляду щодо вимірювання глибини проблеми і вжиття дієвих наглядових заходів;

¹ Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів : постанова Правління Національного банку України від 26.03.2020 № 39. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_26032020_39.

² Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України : постанова Правління Національного банку України від 30.11.2020 №150. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_30112020_150.

³ Про зупинення проведення виїзних перевірок банків : постанова Правління Національного банку України від 18.03.2020 № 34. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_18032020_34.

- 2) операційної спроможності комерційних банків керувати зростаючими проблемними кредитами завдяки наявності спеціалізованих підрозділів з належним ресурсним забезпеченням, чинної внутрішньобанківської політики управління/врегулювання проблемних кредитів, методик визначення/порівняння очікуваних стягнень за різних регулюючих сценаріїв / оцінки життєздатності проблемних позичальників для запобігання неякісній/умовній реструктуризації кредитів, що лише уповільнює з'ясування неминучих кредитних збитків;
- 3) визнання фінансової неспроможності й забезпечення прав кредиторів для врегулювання проблемних кредитів.

Недоліки й неузгодженість зазначених чинників ефективного управління проблемними кредитами можуть спричинити непередбачувані/низькі стягнення, спонукаючи банки реструктурувати низькоякісні кредити і провокуючи додаткові економічні втрати, підштовхуючи проблемних, але ще потенційно життєздатних позичальників до ліквідації.

Підтримка ЦБ під час пандемії коронавірусу фондових ринків зумовлювалася специфікою фінансових систем країн (його банкоцентричністю / орієнтованістю на фондовий ринок), ступенем падіння цих ринків, інфляції, девальвації національних валют; була розгорнутою такою мірою, щоб не втратити операційну незалежність і не допустити посилення фіскального домінування в реалізації фінансової політики держави, доволі подібною (регулювання процентних ставок, політика (піонерна чи повторювана) кількісного і якісного пом'якшення, пряма допомога, започаткування нових кредитних ліній, програми надзвичайного кредитування, нові кредитні інструменти, кредитна підтримка (пільги конкретним клієнтам, їхнім групам, галузям, сферам діяльності, посередникам фондового ринку, купівля іпотечних кредитів, гарантії), стрес-тестування, забезпечення гнучкого обмінного курсу, валютні інтервенції, хеджування національної валюти, створення центрів обміну ідентифікаційними даними клієнтів, активна комунікаційна політика ЦБ), проте з певними особливостями здійснюваних монетарних програм.

Діяльність НБУ з пом'якшення монетарної політики та заходи з розширення можливості банків управляти своєю ліквідністю спричинили зниження вартості гривневих ресурсів на міжбанківському ринку, ставок за новими кредитами/депозитами.

Позаяк ЦБ багатьох провідних країн для підтримки національних економік повною мірою ще в передкризовий період скористалися обнулінням/від'ємністю ключових ставок, за умов пандемії вони звернулися до нетрадиційної монетарної політики, розширивши програми кількісного пом'якшення. Водночас для НБУ, як ЦБ країн з ринками, що формуються, макроризики від їхнього введення істотно перевищували ймовірні вигоди, оскільки не було вичерпано потенціал стимулювання економіки зниженням ключової ставки, гривня не набула статусу резервної валюти, обсяги золотовалютних резервів не давали змоги безболісно стерилізувати надлишкову грошову масу, таргет інфляції не досягався, рівень довіри до ЦБ/

гривні був підірваний, а розвинутий вторинний ринок державних цінних паперів не існував. Тобто застосування кількісного пом'якшення ще більше підірвало би довіру до НБУ, негативно позначилось на економічних очікуваннях, поживило непродуктивний вплив портфельних інвестицій, підвищило девальваційний/інфляційний вплив на економіку.

Розбудова сталого фінансового сектору в Україні, з урахуванням рекомендації міжнародних організацій, має орієнтуватися на глобальні тенденції у сфері сталого фінансування:

- зростання уваги до питань сталого розвитку на міжнародному рівні зумовило поширення відповідних практик у сфері фінансування, що відзначається в численних аналітичних дослідженнях експертів міжнародних організацій. Таким чином, можна простежити еволюцію практик сталого фінансування, починаючи від практик фінансування на засадах концесії та продовжуючи еволюцією фінансування в частині підтримки “соціальної” та “солідарної” економіки;
- в основі сучасного сталого фінансування перебувають інвестиції, базовані на критеріях ESG, а саме екологічних, соціальних та управлінських. Відповідно, цей напрям потребує уваги не лише експертів міжнародних організацій, а й фінансових регуляторів на рівні національних економік. Зокрема, перспективним є напрям співпраці НБУ із МФК у частині інтеграції ESG у фінансові послуги з метою досягнення сталого розвитку, зокрема сприяння пом'якшенню та адаптації до несприятливих наслідків зміни клімату, застосування парадигми сталого фінансування в процесі повоєнної відбудови економіки України;
- практичне застосування концепції сталого фінансування можливе лише за умови систематичного використання спеціалізованих інструментів. Так, міжнародна практика доводить вірогідність активізації процесів сталого фінансування за рахунок соціальних та зелених облігацій, кредитів, облігацій та кредитів сталого розвитку. Це дає поштовх до розширення спектра стійкого фінансування, підкреслення його цільової спрямованості;
- поширення сталого фінансування на міжнародному рівні характеризується спеціалізацією на різних аспектах цього питання окремих фінансових установ. Зокрема, МФК зосереджує зусилля на підтримці міжсекторальних зв'язків із метою стабілізації фінансового сектору, підтримки сталого розвитку в аграрному бізнесі, поліпшення бізнес-інфраструктури за рахунок посилення інфраструктури й застосування джерел альтернативної енергетики;
- кредити ЄБРР здебільшого націлені на участь у реформуванні національної банківської системи, лібералізацію та збалансування цін, приватизацію, а також створення належних правових засад прав власності, сприяння соціальному й екологічному розвитку без негативних наслідків у довгостроковій перспективі. У зв'язку з недостатністю власного капіталу для фінансування ринкових змін ЄБРР також допоміг залучити зовнішній капітал як із приватних, так і з державних джерел;

- в Україні політика сталого фінансування ґрунтується на співробітництві НБУ та МФК, реалізується за посередництва дорожньої карти, яка має прикладний характер та призначена для моніторингу ділової активності НБУ в частині формування передбачуваних і стабільних регуляторних засад з метою поширення в країні сталого фінансування з наведенням конкретних термінів, з урахуванням потреби в забезпеченні послідовності й адаптивності банківської системи та небанківських фінансових установах до змін.

Наше дослідження показало висхідні тенденції розвитку сталого фінансування як на міжнародному, так і на національному ринках. Зокрема, воно має потенціал для застосування в рамках стратегії повоєнної відбудови національної економіки. Тому цей напрям потребує посиленої уваги в рамках досліджень вітчизняних та зарубіжних фахівців з огляду на практичні аспекти використання сталих фінансів.

Частина 5

КООРДИНАЦІЯ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ НОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕАЛЬНОСТІ

УЗАГАЛЬНЕННЯ НАЙКРАЩИХ МІЖНАРОДНИХ ПРАКТИК КООРДИНАЦІЇ ЗАХОДІВ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ НОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ РЕАЛЬНОСТІ, ЩО ЗУМОВЛЕНА НАСЛІДКАМИ ПАНДЕМІЇ COVID-19, ГЛОБАЛЬНОЮ ЕКОНОМІЧНОЮ РЕЦЕСІЄЮ

23.1. Міжнародний досвід координації фінансової та монетарної політики в умовах пандемії COVID-19

В економічній літературі розглядається кілька підходів до з'ясування варіантів взаємодії/координації фінансової і монетарної політики:

1) модель Курно (Cournot) наголошує на відсутності будь-якої взаємодії, позаяк фінансова і монетарна політика є цілком незалежними / керуються власними рішеннями. Її послідовники вважають, що взаємодія між монетарною і фінансовою політикою в невеликій відкритій економіці може бути реалізована за умови, що ЦБ прийматиме рішення з монетарної політики незалежно від державних органів, відповідальних за фінансову політику, що уможливить контрольовану інфляцію (Worrell, 2000);

2) модель Штакельберга (Stackelberg) визнає домінування макроекономічного регулювання фінансової/монетарної політики. При цьому модель Cournot сприймається як основний підхід, але припущення про рівність інструментів регулювання замінюються на більш реалістичні сценарії, де один із інструментів є домінуючим. Така позиція передбачає вибір пріоритетних цілей з точки зору макроекономічного регулювання, яке стосується або фінансової, або монетарної політики (Scherer, 1996);

3) підхід, що передбачає координацію фінансової й монетарної політики для забезпечення економічного зростання як поточної взаємодії фінансових і монетарних органів для розв'язання завдань макроекономічного регулювання (Davig, & Leeper, 2011). Його прихильники наголошують, що за відсутності координації та відповідності цілям фінансової та монетарної політики дуже ймовірним є істотне підвищення процентних ставок на фінансовому ринку/ зростання держборгу (Laurens, & de la Piedra, 1998).

Монетарна політика вирізняється більшою гнучкістю / адекватністю ринковим трансформаціям, ніж фінансова, що уможливає використання її інструментів для розв'язання нагальних соціально-економічних проблем. А з огляду на тісний взаємозв'язок у рамках фінансової політики її фінансової і монетарної складових заходи останніх мають координуватися на різних управлінських щаблях, неврахування чого може спричинити неповноцінну реалізацію фінансової політики держави й негативні наслідки для економіки (Салтикова, & Котенко, 2015).

Особливістю сучасних досліджень з координації фінансової та монетарної політики є акцентування на кризових умовах, які певною мірою вимагають перегляду цілей і завдань фінансової/монетарної політики, позаяк кризові ситуації зумовлюють переосмислення ролі ЦБ з огляду на розв'язання фінансових проблем, насамперед в інвестуванні в державні цінні папери (ЦП), ціноутворенні фінансових ресурсів, що, вочевидь, позначаються на результатах фінансової політики (Jazbec, & Banerjee, 2017). Причому стратегія координації монетарної і фінансової політики повинна насамперед залежати від типів потрясінь, які впливають на економіку (Muscatelli, Tirelli, & Trecroci, 2004). Таргетування інфляції, незалежність монетарних органів, як правило, пов'язані з контрциклічними монетарною і фінансовою політикою, а також їхньою координацією (Demid, 2018).

Формами координації фінансової і монетарної політики у світовій практиці є: спільне розроблення фінансової/монетарною владою макроекономічної політики; впровадження середньострокового бюджетного планування на державному/місцевому рівнях; середньострокове прогнозування залишків на рахунках уряду; спільне управління інструментами фінансової / бюджетної / податкової (податкові ставки / податкові надходження) / боргової (боргове навантаження, державні ЦП, держгарантії) і грошово-кредитної політики (процентні ставки, грошові агрегати, ЗВР, кількісне пом'якшення) з метою регулювання державних витрат, таргетування інфляції, стабілізації валютного курсу, зниження коливань зайнятості й цін; надання урядом ЦБ гарантії на обсяг здійснюваних операцій, пов'язаних з кредитуванням приватного сектору / обраних підприємств, купівлею недержавних активів, що убезпечує ЦБ від кредитних ризиків; координація фінансової політики з монетарною політикою ЦБ, спрямованої на дотримання інфляційного таргету; розширення фінансових інструментів за прозорості криптовалют ЦБ.

Розглядаючи питання координації фінансової і монетарної політики в умовах пандемії COVID-19, слід, по-перше, враховувати, що фінансова (бюджетна, податкова, боргова) і монетарна політика (грошово-кредитна, валютна) є неодмінними складовими фінансової політики держави. По-друге, координацію можна визначити як прийняття рішень на національному рівні відповідно до колективно узгоджених і затверджених принципів. Координація заходів, інструментів монетарної/фінансової політики уможливає нівелювання дисбалансів, фіксацію бажаних значень процентних ставок, обмінного курсу, державних видатків, експорту, рівня зайнятості.

У міжнародній практиці антикризова фінансова політика складалася з 3 типів заходів: 1) щодо державних видатків – надання допомоги з безробіття, оплата лі-

карняних, надання субсидій підприємствам на оплату праці, цільових трансфертів постраждалим фірмам і населенню, субсидювання туристичних і транспортних фірм / готельного господарства; 2) щодо доходів держави – відстрочення сплати корпоративного податку на прибуток, прибуткового податку громадян, внесків на соціальне страхування, надання податкових пільг вразливим суб'єктам господарювання, домашнім господарствам, виробникам медичних товарів/послуг; 3) упровадження фіскальних заходів, спрямованих на підтримку ліквідності – надання державних позик, гарантій, надходжень до статутних капіталів корпорацій, що сприяло підтримці обігового капіталу економічних агентів (включно з МСП) за період кризи й запобіганню зростання банкрутств. При цьому перші два типи заходів запроваджувалися завдяки прямому бюджетному фінансуванню або недоотриманню бюджетних доходів, а третій – операціям органів держуправління з активами та зобов'язаннями. Причому в країнах G20 перші два типи заходів були спрямовані переважно на захист зайнятості й підтримку доходів домогосподарств (приблизно половина витрат на ці цілі). Утім, для країн з ринками, що формуються, найхарактернішими стали суспільні роботи завдяки інфраструктурним інвестиціям та захисту зайнятості¹.

За коронакризи ЦБ і уряди координували монетарну і фіскальну політику для стимулювання національних економік, коли здебільшого підтримання ЦБ низьких ставок супроводжувалося зростанням дефіцитів держбюджетів, що уможливило ефективніше сприяння поживавленню ділової активності економічних агентів (Blanchard, 2020). У 2020 р. координація дій фіскальної і монетарної влади розвинутих країн набула нового рівня: була зменшена межа між сферами діяльності цих влад; підвищилась оперативність реакції монетарної політики на кризу; бюджетна влада постійно координувала свої заходи з ЦБ, попри те, що зазвичай для реалізації заходів бюджетної підтримки необхідно істотно більше часу; обсяг програм викупу активів ЦБ на вторинному ринку (крім Банку Англії, який офіційно отримав дозвіл на фінансування дефіциту держбюджету) в багатьох країнах був еквівалентним розмірам їхніх бюджетних дефіцитів (скажімо, ЄЦБ і Банк Японії викупили понад 70 % розміщених у 2020 р. держоблігацій, ФРС – 57 %, Банк Англії – майже половину), тобто істотна частка їхнього фінансування була забезпечена грошовою емісією ЦБ, що позначилось на розмірах їхніх балансів.

У США уряд запропонував комплекс заходів зі стимулювання економіки у 2,9 трлн дол. США, унормованих законами про: додаткові асигнування на підготовку до коронавірусу і реагування на нього; перше реагування на коронавірус; про допомогу, пом'якшення і економічну безпеку при коронавірусі; поліпшення медичного обслуговування². У березні 2020 р. з огляду на надзвичайну ситуацію з COVID-19 ФРС США знизила цільову ставку за федеральними фондами з діапазо-

¹ Fiscal Monitor / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.

² S.3548 – CARES Act. 2020. URL: <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/senate-bill/3548/text#toc-id9F9D4592A2504EAAA42299714A7C8E69>.

ну від 1,5 до 1,75 % до діапазону від 0 до 0,25 % (~ 1,5 в. п.)¹. ФРС також запровадила кількісне пом'якшення, купуючи як казначейські облігації, так і ЦП, забезпечені іпотекою, і розширила операції Open Market Desk за угодами овернайт і строковими угодами репо². Для підтримки кредитної стелі як у фінансових, так і в нефінансових установах ФРС запровадила вісім механізмів, окремі з яких підпадають під дію закону про допомогу, пом'якшення й економічну безпеку при пандемії³.

Позитивним прикладом координації фінансової та монетарної політики є створення Банком Англії (БА) і Казначейством Її величності в березні 2020 р. Об'єднаного фонду корпоративного фінансування для боротьби з економічними ефектами COVID (COVID Commercial Financing Facility, CCFF) за рахунок резервів БА, який забезпечував фінансування підприємствам шляхом викупу на первинному/вторинному ринках короткострокових (з погашенням до 1 року) корпоративних ЦП (деномінованих у фунтах стерлінгів), випущених нефінансовими фірмами, що роблять суттєвий внесок в економіку Великої Британії. CCFF був доступним протягом 12 місяців для фірм, які перебували в стабільному фінансовому стані до шоку, що визначався їхнім кредитним рейтингом до коронавірусу. Фінансування було доступне і для фірм, які вперше випускали корпоративні ЦП⁴. Це мало на меті забезпечення безперебійних бізнесових операцій шляхом підтримки ліквідності підприємств для виплат працівникам і постачальникам навіть за нестачі грошових потоків. Водночас Банк Англії збільшив обсяг викупу ризикових активів з ринку – з 435 млрд до 645 ф. ст. млрд, скоординувавши значний приріст (210 млрд ф. ст.) з урядом Великої Британії, щоб спільними зусиллями надати максимальну підтримку домашнім господарствам і бізнесу в період пандемії COVID-19⁵.

Одна з макроекономічних програм Південної Кореї базувалася на передбачуваному додатковому бюджеті у 35,3 трлн вон, третьому додатковому бюджеті, що запускався до регулярного бюджету на 2020 р., у 8,9 трлн вон⁶ для створення 550 тис. робочих місць у державному секторі⁷. Підтримка бізнесу внаслідок COVID-19 оцінювалася у понад 135 трлн вон, у т. ч. 40 трлн вон – фінансова допомога для стратегічних галузей. Програми з відновлення економіки підтримав і Банк Кореї, який

¹ Board of governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary/20200303a.htm>.

² Federal Reserve issues FOMC statement. 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary/20200315a.htm>.

³ IMF Policy Tracker. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>.

⁴ Joint HM Treasury and Bank of England Covid Corporate Financing Facility (CCFF). 2020. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/ccff-market-notice-march-2020>.

⁵ Bank Rate maintained at 0,1%. 2020. March. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-andminutes/2020/march-2020>.

⁶ 3rd Supplementary Budget Proposal of 2020. URL: <http://english.moef.go.kr/pc/selectTbPressCenterDtl.do?boardCd=N0001&seq=4914>.

⁷ 4th Meeting of Central Economic Response Headquarters. 2020. May 20. URL: <http://english.moef.go.kr/pc/selectTbPressCenterDtl.do?boardCd=N0001&seq=4902>.

знизив облікову ставку до історичного мінімуму (0,50 %)/відкрив кредитну лінію (35 трлн вон) для кредитування МСП через КБ, забезпечив валютну підтримку банківського сектору за допомогою угоди про валютні свопи (60 млрд дол. США) з ФРС США¹.

Натомість для країн з ринками, що формуються, додаткова координація фінансової і монетарної політики перебувала на нижчому рівні, не застосовувалася загалом, позаяк у таких країнах наявні високі рівні інфляції, процентних ставок, темпів економічного зростання. А відтак, з огляду на обмежений фінансовий простір, зумовлений якістю здійснюваної монетарної політики, остання є ефективною і за відсутності фінансових стимулів, а ризики істотного відхилення таргету інфляції незначні, тоді як довіра до інститутів, що здійснюють фінансову і монетарну політику, нижча, ніж у розвинутих країнах. Водночас упевненість у стійкості купівельної спроможності національної валюти уможливає реалізацію масштабного бюджетного стимулювання за підтримки монетарних інститутів без негативних макроекономічних наслідків. Як наслідок, зберігаються інституціональний бар'єр між урядом і ЦБ, практика прямого фінансування ЦБ дефіциту держбюджету не надто поширена, а масштаби бюджетної підтримки у 2020 р. і обсяг викупу активів менші, ніж у розвинутих країнах.

Заходи щодо стабілізації національних економік США, окремих країн Європи, Китаю й України свідчать про їхню концептуальну подібність, застосування ідентичних фінансових і монетарних заходів активізації економічного зростання. Утім, за країнами спостерігаються різні комбінування. Наголос робиться на акумулюванні фінансових ресурсів, започаткуванні програм підтримки економічних агентів, фінансових поступках. Якщо ці заходи більшою мірою характерні для розвинутих країн, то країни, що розвиваються, меншою мірою вдаються до подібної підтримки економічних агентів. Разом з тим ЦБ зазначених країн практикували пом'якшення монетарної політики.

Вітчизняна практика реалізації фінансової та монетарної політики у протидії пандемії COVID-2019 свідчить про: достатні зусилля органів фінансової та монетарної влад у цій сфері, позаяк у їхньому арсеналі були майже 9/10 вжитих в оцінених країнах фінансових заходів і $\frac{3}{4}$ – монетарних. Водночас серед фінансових заходів не застосовувалася пряма підтримка підприємств в Україні, а монетарних – кількісне пом'якшення / валютні свопи; стабільність, попри коронакризу, грошового обігу й банківського сектору України завдяки здійснюваній НБУ у передкризовий період монетарній політиці; застосування ним у кризовий період традиційних заходів / інструментів монетарної політики; відносну порівнювану слабкість вітчизняної фінансової політики, зумовлену незначним фінансовим стимулюванням (2,3 % ВВП) протидії негативним наслідкам пандемії. Водночас, за оцінками експертів, НБУ, на відміну двох десятків ЦБ країн, які розвиваються, у 2020 р. не

¹ Bank of Korea Announces Swap Arrangement with U.S. Federal Reserve. 2020. March 19. URL: <http://www.bok.or.kr/eng/bbs/E0000634/view.do?nttlId=10057144&menuNo=400069&searchWrd=swap&searchCnd=1&sdate=&edate=&pageIndex=1>.

застосовував такі інструменти нетрадиційної монетарної політики, як викуп активів/цільове рефінансування/зниження нормативів резервування за кредитами (Фурман, 2021).

В Україні у взаємодії фінансової та монетарної політики існують питання, які потребують координації, а саме: різні цілі фінансової і монетарної політики та інструменти їх реалізації (інколи цілі стають протилежними, що вимагає формування інституційно закріпленого механізму розв'язання суперечностей); різні цільові настанови та суперечності у борговій політиці уряду і НБУ; розбіжності часових періодів реалізації монетарної і фінансової політики, що може провокувати нестабільність у грошово-кредитній сфері й потребує координації поточних заходів уповноважених органів; існування певного лага між виникненням дестабілізації від пандемії і її усуненням за допомогою регуляторних заходів, причому в монетарній політиці він триваліший, ніж у фінансовій, що зумовлено складним трансмісійним/ передавальним механізмом впливу первинних засобів на кінцеві цілі (Красота, & Яровой, 2021); періодична напруженість у погашенні заборгованості уряду перед ЦБ, що залишає багато питань відкритими з огляду на те, що НБУ є внутрішнім кредитором Міністерства фінансів України; загострення суперечностей між бюджетною і монетарною політикою наприкінці бюджетного року, пов'язані з різким зменшенням коштів на рахунках уряду/залишків на ЄКР, що приводить до різкого зростання грошової пропозиції і підвищує інфляційні ризики, вимагає формування заходів управління ліквідністю.

Відтак, слід обґрунтувати концептуальні положення координації фінансової (бюджетно-податкової/боргової) і монетарної (грошово-кредитної/валютної) політики з огляду на циклічність, інституційну модернізацію економіки, сьогоденні виклики внаслідок світової економічної рецесії.

У координації фінансової та монетарної політики слід застосовувати принцип компліментарності й доповнення інструментів і методів їхньої реалізації для таргетування інфляції та управління дефіцитом держбюджету й стійкістю держборгу, для чого необхідні єдині підходи, методології, обґрунтоване визначення цілей макроекономічної політики. Для відповідного таргетування інфляції та забезпечення курсової стабільності уряд має певною мірою регулювати ціни, тарифи, реалізацію фінансової політики, для чого потрібна координація фінансової/монетарної політики, здійснюваної Урядом і НБУ. За Стратегією монетарної політики НБУ¹ координація монетарної/фінансової політики має передбачати: уможливлення низької стабільної інфляції; управління впливом на грошово-кредитний ринок емісії урядових ЦП; забезпечення динаміки, оптимізацію структури бюджетних видатків, стійкості фінансової системи (Онищенко, Бережна, & Філонич, 2022).

В Україні питання координації фінансової і монетарної політики є предметом постійної уваги Ради НБУ. Для координації фінансової/монетарної політики й недопущення непродуктивного домінування функціонує Рада фінансової стабільності, що складається з представників виконавчої влади та НБУ.

¹ Про Стратегію монетарної політики Національного банку України : рішення Ради Національного банку України від 13.07.2018 № 37-рп. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18#top>.

У Меморандумі між Урядом і НБУ про взаємодію з метою досягнення стійкого економічного зростання та цінової стабільності наголошувалося, що ефективна координація економічної/фіскальної/монетарної політики винятково важлива для дотримання цінової стабільності. Для її реалізації потрібні регулярні консультації керівництва / фахівців сторін з дискусійних поточних/стратегічних питань здійснення монетарної/фіскальної політики, аналізу статус-кво в економіці, макроекономічних прогнозів, досягнення таргету інфляції, функціонування фінансових ринків, прогнозування ліквідності, параметрів фіскальної політики, стійкості держборгу, постійний обмін інформацією¹.

Ефективність основних інструментів монетарної політики можна підвищити насамперед за узгодженості дій НБУ й Уряду. Для підвищення дієвості координації фіскальної/монетарної політики в Україні доцільне формування інституціями, що відповідають за їхню реалізацію, спільного уявлення про ємність внутрішніх фінансових ринків, спільний аналіз впливу вжитих ними заходів регулювання і забезпечення ліквідності, обговорення їхньої ефективності з економічними агентами – платниками податків / розпорядниками бюджетних коштів/боргу.

Таким чином, розгляд координації фіскальної/монетарної політики в окремих країнах в умовах пандемії свідчить про наявність як певних закономірностей (безпрецедентне зростання невизначеності, комбінована дія шоків попиту/пропозиції, додаткові бюджетні асигнування, податкові пільги, відтермінування податкових/страхових платежів, зниження ЦБ процентних ставок, застосування нетрадиційних заходів монетарної політики, купівля державних/приватних активів, активна політика підтримки ліквідності на ключових ринках, кредитування фінансових установ, застосування програми стимулювання цільового кредитування, диспропорції між заходами прямої бюджетної підтримки/умовними зобов'язаннями/попит на держгарантії нижче анонсованих пакетів/ризик фіскального домінування), так і специфічних особливостей (зважена/поміrkована/агресивна чи послідовна/непослідовна монетарна/фіскальна політика, акцент на фіскальній політиці (витратах держбюджету), заходах як фіскальної, так і монетарної політики, наявність гібридних фіскально-монетарних заходів/інструментів, котрі можна віднести як до фіскальної, так і монетарної політики, розширення програм кількісного пом'якшення переважно в розвинутих країнах і окремих країнах, що розвиваються).

Загалом для розбудови системи безперервної координації фіскальної/монетарної політики в Україні в стабільних/екстраординарних/кризових умовах потрібне розроблення відповідних програм / “дорожніх карт” міністерств і відомств, законодавчих і нормативних актів (якими чітко визначатимуться напрями співробітництва (меморандуми/положення/угоди), процедури й механізми взаємодії/координації, функції і відповідальність необхідних для цього органів, узгодження строків здійснення заходів, порядок обміну відповідною інформацією між міністерствами

¹ Меморандум між Кабінетом Міністрів України та Національним банком України про взаємодію з метою досягнення стійкого економічного зростання та цінової стабільності. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Memorandum_NBU_KMU_2019-10-03.pdf?v=4.

і відомствами, що реалізують грошово-кредитну, валютну, боргову, податкову, бюджетну політику, та проведення ними комунікаційної політики), їхня постійна експертиза відповідності стратегічним цілям фінансової/монетарної влади та їхньому обґрунтованому зближенню.

При цьому повноцінній координації фінансової/монетарної політики сприятиме обґрунтований вибір інструментів їхньої реалізації, спрямованих на забезпечення фінансової/цінової стабільності, оптимізації суспільних витрат, економічного зростання і підвищення добробуту населення України, розвитку фінансових ринків, убезпечення від непродуктивного відпливу капіталу за кордон, а також ґрунтовний аналіз/оцінка/прогнозування впливу реалізації зазначених різновидів політики на рівень цін / обсяг і структуру грошової маси / величину монетизації вітчизняної економіки / курс гривні / процентні ставки на фінансових ринках. Разом із тим слід забезпечити синхронізацію заходів фінансового (податково-бюджетного, боргового), грошово-кредитного, валютного регулювання, антиінфляційної політики НБУ й Уряду з макроекономічною і структурною політикою держави (державна підтримка стратегічно важливих для національної економіки галузей і виробництв).

23.2. Найкращі міжнародні практики гармонізації монетарної політики з фінансовою під час структурних криз і досвід функціонування спільних інститутів фінансових та монетарних органів

Гармонізація фінансової, монетарної політик та політики управління державним боргом має відбуватися в загальному контексті збалансованої макроекономічної політики, що скеровується на утримання макрофінансової стабільності в країні та забезпечення високих темпів економічного зростання на тривалому часовому проміжку. Завдання координації фінансової та монетарної політик полягає як у забезпеченні злагодженості дій/заходів відповідальних інститутів, так і в створенні ефективного механізму державного регулювання в цілому, що включає монетарну, фінансову і боргову політику держави як органічні складові цілісної системи, що ефективно поєднуються одна з одною, перебувають у повній гармонії і сприяють досягненню стратегічних цілей розвитку країни.

Наявність якісних інституційних комунікацій та формальний прорахунок наслідків спільних запланованих (чи вжитих) заходів є особливо гострою проблемою під час структурних криз. Реалії гострої кризи чи умов воєнної економіки вимагають спільних пріоритетів економічної політики, єдиного центру прийняття рішень. Насамперед це стосується узгодження параметрів грошово-кредитної політики з цілями бюджетно-податкової політики щодо безперебійного функціонування системи державних фінансів в умовах кризи, забезпечення фінансування нагальних потреб підтримки економіки чи ЗСУ, об'єктів критичної інфраструктури.

Основні *аргументи на користь гармонізації* монетарної та фінансової політики, а також відповідних інституційних та операційних механізмів випливають із взаємопов'язаних цілей: встановлення внутрішньо послідовних і взаємоу-

згоджених цілей монетарної та фіскальної політики для досягнення стабільного неінфляційного зростання економіки; сприяння ефективній реалізації політичних рішень для досягнення визначених цілей монетарної та фіскальної політики шляхом взаємного обміну інформацією та тематичних дискусій; вплив на діяльність як центрального банку, так і уряду для впровадження ними стійкої політики (Hanif, & Farooq, 2003).

Слабка позиція у фіскальному чи фінансовому секторі (високий бюджетний дефіцит чи висока інфляція) обтяжуватиме іншу сферу й порушуватиме стійкість у довгостроковій перспективі. Більше того, брак суспільної довіри до макро-економічної політики в цілому через довгострокову неузгодженість різних видів політики, знижуватиме ефективність монетарної політики. Таким чином, належна реалізація макроекономічної політики має спиратися на тісну координацію діяльності двох інститутів влади – центрального банку та Уряду.

Д. Шеховіч указував на те, що фіскально-монетарна координація має бути налагоджена у двох вимірах – коротко- й довгостроковому. У короткостроковому контексті координація повинна здійснюватися з орієнтацією на створення умов для досягнення цінової стабільності (при цьому акцент має робитися на належному управлінні грошово-кредитною системою та державним боргом, які великою мірою визначають досягнення цієї цілі) (Šehović, 2013). У довгостроковому вимірі варто реалізувати стратегію взаємодії фіскальної та монетарної політик, в основі якої – якісне досягнення рівноважного стану економіки, а також формування засад для сталого економічного зростання при утримання макрофінансової стабільності.

Доволі ефективний механізм координації монетарної та фіскальної політики створено в ЄС, у т. ч. з включенням нормативно-правового регулювання граничних обсягів дефіциту й державного боргу. У ЄС монетарна політика належить до компетенції ЄЦБ, а управління державними боргами – до компетенції національних органів. Гарантування підтримки з боку фіскальної політики національних органів збалансованої монетарної політики ЄЦБ вимагає від країн – членів ЄС дотримання положень Договору про функціонування ЄС і Пакту економічної стабільності та зростання. Вказаний договір встановив кількісні обмеження на рівень дефіциту бюджету і боргу сектору загального державного управління – 3 і 60 % ВВП відповідно. У 2023 р. розпочато процес реформування рамок фіскальної політики на рівні ЄС з орієнтацією на досягнення цілей зеленого і цифрового переходу, але довгострокові контрольні показники для дефіциту і боргу сектору ЗДУ залишилися без змін.

Під час пандемії COVID-19 посилена фіскально-монетарна координація була задіяна швидко і без кардинального реформування мандатів діючих інститутів. Центральні банки активно узгоджували діяльність з урядовими установами в “режимі екстреного реагування” для подолання макроекономічних збоїв і фінансової нестабільності. У деяких випадках (під час надання ліквідності або кредитування цільових сегментів економіки) така фіскально-монетарна координація була очевидною. В інших випадках, наприклад, при монетизації значної частини держав-

ного боргу, така координація була більш прихованою, але з очевидністю проявлялися її сприятливі ефекти для розширення фіскального простору (Ryan-Collins, & Kedward, 2023).

У квітні 2023 р. експерти МВФ зазначали, що в поточному середовищі високої інфляції, зростання процентних ставок і великих державних боргів надзвичайно важливо забезпечити узгоджуваність фіскальної та монетарної політик, що має гарантувати цінову та фінансову стабільність. При цьому в багатьох країнах фіскальна політика повинна стати жорсткішою з націленістю на пом'якшення інфляційного тиску (це дало б змогу центральним банкам менше підвищувати ключові процентні ставки).

При розробленні курсу фіскальної політики, на думку фахівців МВФ, варто дотримуватись таких принципів. По-перше, фіскальні рестрикції повинні захистити пріоритетні сфери та врегулювати підвищені соціальні запити на нівелювання кризи вартості життя. Тиск щодо збільшення бюджетних видатків потрібно стримувати при тому, що різні соціальні групи прагнутимуть отримати компенсації за накопичену інфляцію. Але повні компенсації / індексації виплат зробили б інфляцію стійкішою. По-друге, загальне посилення фіскальної політики при забезпеченні захисту найуразливіших верств населення допомогло б урядам і ЦБ досягти потрібної комбінації фіскальної та монетарної політик¹.

У багатьох країнах фіскальна політика вимагатиме важкого вибору щодо того, які статті бюджету скоротити, а які захистити чи збільшити їх фінансування з націленістю на захист тих, хто найбільше постраждав від кризи вартості життя. При розгляді автоматичної чи дискреційної індексації директивним органам необхідно вирішити, які програми видатків та категорії отримувачів бюджетних виплат потрібно захищати від інфляційного знецінення доходів.

Питання про ступінь реальних коригувань різних фіскальних показників (агрегатів) слід вирішувати в широкому контексті підготовки бюджету, який узгоджується з визначеними фіскальними цілями вищого рівня, водночас віддаючи пріоритет певним програмам, серед яких гарантування соціальних виплат вразливим категоріям населення та недопущення їх інфляційного знецінення. МВФ рекомендує урядам різних країн прийняти систематичні, базовані на правилах і регулярні режими коригування бюджетних виплат, які допускають певну гнучкість. При цьому необхідно уникати автоматичної індексації заробітної плати чи інших виплат на інфляцію, що могло б призвести до суттєвого збільшення видатків.

Координація фіскальної та монетарної політик повинна підтримуватися конкретними *інституційними* та *операційними механізмами*. У світовій практиці застосовуються різні типи таких механізмів, різними можуть бути причини для їх запуску, а також напрями еволюції.

По-перше, інституційно завдання фіскально-монетарної координації може виконувати комітет з управління державним боргом і монетарною сферою. Він може

¹ Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

відігравати важливу роль при узгодженні обсягу випуску боргових зобов'язань уряду на первинному ринку з цілями монетарної політики та допомагати розв'язувати суперечності з питань процентної політики.

По-друге, операційно можна налагодити обмін інформацією та прогнозування коливань залишків на рахунках уряду (овердрафтів) з центральним банком. Такі обміни та комунікації можуть полегшити щоденне коригування відповідних інструментів і досягнення цілей як за резервними грошима, так і щодо випуску боргових зобов'язань уряду.

По-третє, механізми та правила розпорядження прибутками і збитками центрального банку можуть бути закріплені в законах чи нормативних актах, що є важливим для підтримки його операційної автономії.

По-четверте, спільні зусилля мають докладатися для розвитку вторинних ринків державних цінних паперів. Вторинні ринки, що функціонують належним чином, мають значення для міністерства фінансів, оскільки стимулюють попит на державні цінні папери і дають змогу більш-менш рівномірно розміщувати їх. При цьому центральний банк може впровадити ряд заходів для посилення вторинних ринків – створення вікна вторинного ринку або формування системи маркетмейкерів.

На ранніх етапах створення механізму взаємодії фіскальної та монетарної політик варто заснувати *Комітет з координації політики високого рівня*, до складу якого мали б увійти представники міністерства фінансів і центрального банку. Встановлення лімітів на кредитування уряду ЦБ, а також запровадження боргових інструментів і методів їх продажу для досягнення як монетарних, так і фіскальних цілей були б важливими аспектами координації політик на початковому етапі.

Створення офіційних або неофіційних координаційних комітетів для досягнення цілей управління державним боргом є поширеною практикою у багатьох країнах. Вони збираються на регулярній основі для обміну інформацією про потреби уряду у фінансуванні, для обговорення й аналізу результатів прогнозів балансу грошових коштів на бюджетних рахунках, для моніторингу загальної ліквідності та змін ситуації на фінансовому ринку, обговорення стратегій досягнення цілей управління державним боргом і монетарного регулювання. Комітети (або групи) для координації монетарних питань і питань управління державним боргом набувають різних форм у різних країнах, але зазвичай включають посадових осіб міністерства фінансів і ЦБ. Конкретний мандат цих координаційних органів відмінний у різних країнах.

Наприклад, у **Новій Зеландії** спрямованість дій уряду та ЦБ (Резервного банку) на досягнення довгострокових цілей та високий ступінь транспарентності їхньої діяльності створюють підґрунтя для ефективної взаємодії фіскальної і монетарної політик. У країні апробовано децентралізований підхід до координації боргової і монетарної політик, який полягає у врахуванні та реакції відповідальних органів на заходи інших органів, без формальної фіксації обов'язків щодо забезпечення підпорядкування, підзвітності чи узгодженості політик. Інституційний механізм, котрий функціонує в Новій Зеландії, передбачає, що Уряд встановлює довгострокові

цілі й обирає тактику фінансової політики незалежно від Резервного банку (відповідно до Закону “Про фінансову відповідальність”). Резервний банк зобов’язаний брати до уваги основні параметри фінансової та боргової політики уряду як екзогенні параметри при формулюванні курсу монетарної політики, що націлена на забезпечення цінової стабільності в середньостроковій перспективі.

Транспарентність фінансової та боргової політики Уряду, як і своєчасне інформування суспільства про заходи такої політики, виступають дієвими механізмами забезпечення її узгодженості з монетарною політикою. Резервний банк Нової Зеландії, спираючись на доступні йому засоби, оперативно реагує на імпульси фінансової політики та нівелює ризики, що виникають. Така система не виключає варіантів проведення консультацій між Резервним банком і Казначейством з питань координації фінансової монетарної політики. Однак спрямованість таких консультацій визначається як спільне досягнення довгострокових цілей, визначених Урядом, а тому заходи з управління державним боргом, фінансування видатків бюджету й оперативного регулювання грошово-кредитного ринку не можуть вступати в суперечність із наявними довгостроковими цілями.

У цілому в міжнародній практиці спосіб налагодження координації між фінансовою та монетарною політикою залежить насамперед від ряду специфічних факторів, характерних для кожної країни, та рівня її інституційного розвитку. Країни з жорсткішим інституційним поділом монетарних і фінансових цілей та інструментів, а також більш розвинутим фінансовим ринком досягають гармонізації фінансової та монетарної політик з опорою переважно на ринкові механізми й міжвідомчі консультації. Формальні механізми (інструменти) взаємодії потрібніші й важливіші для країн, які не мають достатньо глибокого фінансового ринку чи усталених традицій його функціонування. В окремих країнах, які зробили ставку на формалізовані способи взаємодії монетарної та фінансової політик, успішно функціонують спільні інститути для координації фінансової та монетарної політик

Так, у **Пакистані** діє Рада з питань координації монетарної та фінансової політик (Monetary and Fiscal Policy Coordination Board). Міністерство фінансів і Державний банк Пакистану координують фінансову та монетарну політику для забезпечення того, щоб ці політики здійснювалися в унісон для досягнення макроекономічних цілей. У 1994 р. для заснування Ради з питань координації монетарної та фінансової політики (MFPCB) було внесено поправку до розділу 9-В Закону про державний банк Пакистану: відтепер Рада визначала обсяги державних запозичень у банків, беручи до уваги кредитні вимоги приватного сектору та рівень банківської ліквідності.

Рада з питань координації монетарної та фінансової політики має 5 постійних членів: федеральний міністр фінансів (голова), міністр торгівлі або державний секретар цього міністерства, заступник голови Комісії з питань планування, голова Правління Державного банку Пакистану, секретар фінансового підрозділу Державного банку. Базові функції, які повинна виконувати Рада з питань координації монетарної та фінансової політик, охоплюють: координацію фінансової, монетарної та валютно-курсової політики; гарантування узгоджуваності макроекономічних

цілей щодо економічного зростання, інфляції, основних фіскальних, монетарних і зовнішньо-економічних показників. Рада збирається щокварталу для перегляду політики, перегляду (за потреби) лімітів і цілей, розгляду лімітів державних запозичень і перегляду видатків уряду.

У **Чорногорії** механізмами координації фіскальної та монетарної політики є діяльність Ради фінансової стабільності; підготовка рекомендацій центрального банку щодо реалізації економічної політики; передача висновків центрального банку до парламенту Чорногорії щодо окремих законопроектів; діяльність спеціальних робочих груп у складі представників монетарних і фіскальних органів влади; функціонування каналів прямого зв'язку між центральним банком і міністерством фінансів (Zugic, & Fabris, 2013)]. Найважливішим засобом координації фіскальної та монетарної політики є саме Рада фінансової стабільності, що є ефективним інститутом моніторингу, виявлення, запобігання та пом'якшення потенційних системних ризиків у фінансовій системі з метою збереження фінансової стабільності системи та впливу на фактори, які можуть поставити її під загрозу.

У міжнародній практиці створення умов для ефективної координації між найважливішими інструментами економічної політики зазвичай спирається на становлення інституційних і оперативних механізмів, які запобігають виникненню макроекономічних збурень, що походять від неадекватної координації. Те саме стосується і механізмів, котрі гарантують незалежність центрального банку та допомагають запобігати кризам.

Згідно з найкращою світовою практикою незалежність є основоположним компонентом діяльності центральних банків, яка дає змогу досягати довгострокової стабільності при нівелюванні політичного тиску та приватних інтересів на рішення ЦБ. Незалежність центрального банку має надавати йому високу свободу дій для ефективного виконання покладених завдань без втручання з боку уряду, парламенту чи суб'єктів приватного сектору (Bernanke, 2010).

У міжнародній практиці складовими незалежності центральних банків зазвичай виступають: чітке визначення його мандату в законодавстві; встановлення визначеного терміну перебування голови ЦБ на посаді та обмеження підстав для його звільнення; надання виключних повноважень ЦБ щодо досягнення монетарних цілей (а іноді й формулювання цих цілей); заборона чи обмеження здатності уряду позичати кошти в ЦБ; чітке визначення законодавством функцій посадових осіб ЦБ та їх обов'язків щодо звітування (Berg, 2018).

Прикладом максимально можливої незалежності центрального банку є ЄЦБ. Але деякі центральні банки відповідно до вимог національного законодавства підпорядковуються чи узгоджують цілі своєї діяльності з урядовими структурами. Прикладом такого інституційного налаштування є взаємовідносини Банку Англії з Казначейством її величності. Казначейство щороку встановлює інфляційну ціль, обов'язкову для виконання Банком Англії. Така ціль публікується щороку в складі бюджетної документації. Якщо фактична інфляція відхиляється від встановленої цілі, включаються додаткові інструменти контролю/підзвітності ЦБ. Так, коли

розмір відхилення перевищує 1 %, голова Банку Англії зобов'язаний надіслати відкритого листа канцлеру з поясненнями причин такої ситуації. Лист повинен інформувати про заходи, яких Банк вживає для досягнення інфляційної цілі, коли очікується її досягнення, як його рішення впливають чи будуть впливати на рівень економічної активності. Через 3 місяці після цього, якщо фактична інфляція не повернеться до інфляційної цілі, голова Банку Англії повинен надіслати повторного листа канцлеру.

Вважається, що центральний банк постачає суспільні блага, а тому в кінцевому підсумку він має нести відповідальність перед суспільством. У практичній площині центральні банки зазвичай є підзвітними перед різними державними інститутами: парламентом чи його комітетами, урядом / міністерством фінансів, главою держави, наглядовим органом. Ефективна підзвітність залежить як від здатності осіб, котрі дають владу, здійснювати моніторинг, так і від їхньої здатності накладати санкції, якщо вони не задоволені роботою носіїв влади (Buntaine, 2015).

У світовій практиці найпоширенішими інструментами забезпечення підзвітності центральних банків є: надання права уряду чи парламенту повноважень щодо встановлення цілей монетарної політики; призначення голови ЦБ через політичний процес і визначення підстав для його звільнення при незадоволенні результатами його роботи з боку уряду або парламенту; чітке визначення законодавством мандату ЦБ; сувора специфікація в законодавстві питань взаємовідносин посадових осіб уряду і ЦБ; постановка вимог до центрального банку публічно звітувати про свої рішення, фінанси й методичні напрацювання (Berg, 2018).

У світі доволі поширеною формою підзвітності центральних банків є оцінка їхньої діяльності парламентом. Такі оцінки є регулярними і, як правило, проводяться частіше, ніж один раз на рік. Представлення результатів роботи центрального банку відбувається на відкритому засіданні профільного парламентського комітету.

За визначенням МВФ формування монетарної політики передбачає реалізацію повноважень щодо: 1) схвалення інфляційних цілей; 2) встановлення процентних ставок; 3) затвердження видів застави і форми контрактів для реалізації монетарної політики. Однак у деяких країнах не всі з цих повноважень реалізуються одноосібно ЦБ. Окремі повноваження передаються уряду чи казначейству, а окремі – реалізуються у тісній взаємодії уряду й ЦБ. У такий спосіб забезпечується координація монетарної політики із загальноекономічною чи фінансовою політикою Уряду.

У світі досить поширена практика, коли кількісні цілі щодо інфляції, обмінного курсу і грошових агрегатів встановлюються спільно державою і ЦБ. Так, у 70 % країн з режимом інфляційного таргетування до процесу визначення інфляційної цілі залучаються інші державні органи, крім центрального банку. Залученість державних органів до встановлення цілей щодо обмінного курсу має місце у 80 % країн, а цілей щодо монетарних агрегатів – у 30 %. А в 30 % країн цілі щодо інфляції та обмінного курсу встановлюються виключно урядом¹. Зокрема, у Великобританії

¹ Foundations of Central Bank Law / International Monetary Fund. URL: <https://www.edx.org/learn/law/the-international-monetary-fund-foundation-of-central-bank-law>.

та Новій Зеландії уповноважені державні органи визначають інфляційні цілі, які ЦБ зобов'язані брати до виконання. Першою ціллю для Банку Англії є утримання цінової стабільності, але її конкретне значення визначає Казначейство¹.

Органи нагляду за діяльністю центрального банку можуть розглядатись як важлива ланка підзвітності центрального банку і координації монетарної політики з іншими політиками. У класичному розумінні наглядова рада ЦБ є органом, що складається зі сторонніх представників інтересів “власника” центрального банку – держави. Основна функція наглядової ради – відстеження дій менеджменту та надання власнику ЦБ об'єктивної інформації щодо його діяльності.

В Україні ключовими нормативно-правовими документами щодо організації інституційної взаємодії фіскальних та монетарних органів влади (Міністерства фінансів України та НБУ) є Закон України “Про Національний банк України”, Бюджетний кодекс України та Указ Президента України “Про Раду з фінансової стабільності”.

Під час воєнного стану взаємодію Міністерства фінансів та НБУ складно назвати виваженою. Прикладом є підвищення Національним банком у 2022 р. ключової процентної ставки з 10 до 25% річних в умовах гострої потреби Міністерства фінансів у позикових коштах для фінансування дефіциту державного бюджету. З початку повномасштабної війни обсяг сплачених Урядом процентів за обслуговування внутрішніх боргових інструментів перевищує обсяг залучених коштів до державного бюджету на аукціонах із продажу ОВДП. За 2022–2023 рр. (з початку війни по вересень 2023 р.) Уряд зміг залучити на аукціонах з розміщення ОВДП лише 8,6 млрд грн за чистим залишком, а сплатив процентів за ОВДП тільки банкам на суму 90,7 млрд грн. Крім того, політика високих процентних ставок зменшила прибуток НБУ, що зараховується до доходів державного бюджету. Це також ускладнило Міністерству фінансів виконання держбюджету.

У цілому неоптимальні дії НБУ з підвищення ключової ставки в умовах структурної кризи мали наслідком зменшення надходжень до бюджету, скорочення внутрішніх можливостей фінансування його дефіциту, збільшення потреби в зовнішніх позиках та допомозі, зростання державного боргу при падінні ВВП, суттєве посилення боргового навантаження на державний бюджет, зменшення фіскального простору для активних антикризових і відновлювальних заходів. При цьому й НБУ, і Міністерство фінансів діють у рамках функцій та завдань, покладених на них чинним законодавством. Тому проблема полягає не стільки в комунікативній координації їх спільної діяльності, скільки в координації реально здійснюваних заходів фіскальної та монетарної політик, здатності передбачувати їхні наслідки для реального сектору економіки, різних верств населення. На нашу думку, нині концентрація уваги на досягненні власних цілей інституцій перешкоджає координації політик для досягнення синергійного ефекту та суспільних цілей.

¹ Issues in the Governance of Central Banks : A report from the Central Bank Governance Group Chair Guillermo Ortiz, Governor of the Bank of Mexico. 2009. May. URL: <https://www.bis.org/publ/othp04.pdf>.

Посилити ступінь взаємодії фінансової та монетарної влади в Україні можна було б через зміну основоположних принципів діяльності Ради з фінансової стабільності. (РФС). Згідно із законодавством Рада виявляє системні ризики й загрози для фінансової стабільності та розробляє рекомендації, аби нівелювати вплив загроз на фінансову систему. Рада не втручається в діяльність органів, які входять до її складу, але колективно напрацьовує пропозиції щодо заходів державної політики на досягнення фінансової стабільності. Участь у засіданні РФС беруть її члени – керівництво НБУ, Міністерства фінансів, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Офісу Президента. На наш погляд, забезпечення якісного функціонування РФС у контексті гармонізації монетарної та фінансової політики в умовах воєнного часу потребує таких змін: розширення складу РФС за рахунок представників економічного блоку Уряду (Міністерства економіки та ін.), а також незалежних експертів; розширення кола питань компетенції РФС питаннями боргової стійкості державних фінансів та ризиків ліквідності в реальному секторі економіки; внесення змін до принципів ухвалення рішень РФС, зокрема щодо передбачення механізмів відповідальності за дотримання прийнятих РФС рішень.

23.3. Особливості координації заходів монетарної та фінансової політики для подолання пандемії коронавірусу в провідних країнах з висхідними ринками

В історичному контексті період прямої та скоординованої фінансової політики тривав приблизно з 1930-х років, коли уряди брали на себе більше функцій в економічному управлінні, до 1970-х років, коли під впливом прихильників лібералізації та так званого Вашингтонського консенсусу відбулася ревізія розуміння економічного та фінансового управління і серед представників економічного мейнстріму запанувала ідея, що ринок повинен відігравати більшу роль у спрямуванні фінансів, тоді як фінансова та монетарна політика мають проводитися незалежно одна від одної. Тобто, починаючи з 1970-х років, макроекономічна політика розглядалась як така, що головним чином спрямована на економічну та фінансову стабілізацію, а не на промисловий чи економічний розвиток або трансформацію. Такий підхід, значною мірою зумовив і загальне сприйняття ідеї незалежності центрального банку та розмежування правил монетарної й фінансової політики (що виключає їх координацію).

Пізніше це стало одним з основних постулатів так званої макроекономіки нового консенсусу (NCM). Один із восьми елементів запропонованого ними “третього шляху” (поєднання правих ринкових ідей з лівими соціальними гарантіями) формулювався таким чином: “Монетарна політика може бути використана для досягнення цілі низьких темпів інфляції (які завжди бажані з цієї точки зору, оскільки низькі та стабільні темпи інфляції сприяють здоровим темпам зростання). Однак монетарною політикою повинні керувати не політики, а експерти (банкіри, економісти чи інші) у формі “незалежного” центрального банку” (Arestis, & Sawyer, 2003, с. 2–3).

Утім, два шоки нового століття – міжнародні фінансова криза 2007–2009 рр. та пандемія коронавірусу (підсилена третім шоком – війною росії проти України) примусили центральні банки вийти за межі відведеного їм концепцією NCM інфляційного таргетування, вдатися до заходів неконвенціональної монетарної політики, зокрема, діючи як маркетмейкер останньої інстанції у підтримці системно важливих фінансових ринків і забезпечуючи монетарну підтримку державного боргу у формі великомасштабних купівель державних облігацій на вторинних ринках.

Таким чином, *питання про координацію монетарної та фінансової політики знову увійшло до порядку денного урядів, центральних банків та міжнародних фінансових організацій.*

Загальні питання координації монетарної та фінансової політики в сучасних умовах. Приклади координації фінансової політики, коли набори інструментів монетарної та кредитної політики використовувалися для підтримки ширших державних заходів реагування охоплюють два виміри, які, значно вийшли за межі традиційного консенсусного (у значенні концепції NCM) розуміння ролі центральних банків в розробленні та реалізації макроекономічної політики. *По-перше*, використання інструментів грошово-кредитної політики для полегшення фінансового простору, яке давно відкидалося економічним мейнстримом, але виявилось затребуваним хоча б як тимчасовий захід у період коронакризи, коли керівники центральних банків у багатьох юрисдикціях виявили, що їхній традиційний політичний простір обмежено. *По-друге*, використання монетарних інструментів політики для стимулювання або спрямування кредитних потоків до цільових нефінансових секторів – розвиток, який кинув виклик принципу “ринкової нейтральності”.

При цьому привертає увагу той факт, що саме розвинуті економіки були найбільше залучені до цього “прихованого” монетарного фінансування, попри те, що їхні основні повноваження були здебільшого більш чітко та вузько визначені з точки зору цінової стабільності. Тим часом *купівля активів* у країнах із економікою, що розвивається, становила значно меншу частку ВВП і, таким чином, створювала вузький фінансовий простір, незважаючи на їхню недавню роль у розвитку в підтримці ширшої державної політики. Частково це можна пояснити тим фактом, що в окремих країнах з висхідною економікою велика частка державного боргу номінована в іноземній валюті (долари або євро). А отже, крім того, що вони не могли просто “надрукувати” необхідну іноземну валюту для купівлі цього суверенного боргу, багато центральних банків країн з висхідною економікою також були змушені вжити пруденційних заходів для захисту національних валют від впливу капіталу, у т. ч. через надання валютних своп-ліній і репо. (Cantú et al., 2021, с. 13–15).

У зв’язку з цим перед економічною теорією постало питання якщо не перегляду згаданих постулатів NCM, то принаймні осмислення відхилень, які спостерігалися під час пандемії коронавірусу. І хоча незалежність центральних банків у сфері монетарної політики залишається основою взаємовідносин між ними та урядами, крім проведення грошово-кредитної політики, центральні банки, як правило, виконують ряд інших завдань, у ролі або дорадчого органу, або виконавця. Отже,

співробітництво між цими двома державними інституціями особливо формалізоване та інтенсивне в питаннях, де існує спільна відповідальність між центральним банком та урядом (наприклад, платіжні системи, фінансова стабільність), або коли уряд чи центральний банк користуються послугами, наданими іншим, або надають послуги іншим (наприклад, у сфері статистики чи як фінансові агенти) (Bodea, & Huemer, 2010, с. 25). Однак фінансова криза 2008–2009 рр. призвела до певних змін. Грошово-кредитна політика тепер стала експансіоністською, тоді як фінансова політика – стримуючою (Skidelsky, 2021).

Водночас за виняткових економічних обставин можна протистояти ефективніше та результативніше, використовуючи фінансові й монетарні важелі разом і в поєднанні один з одним. Японія справді прийняла такий підхід у рамках “абеноміки”, але політики не зрозуміли, що грошово-кредитна політика мала бути спрямована на *постійне* зменшення державного боргу, тоді як фінансова політика – на надання грошей секторам, які найбільше готові їх витратити негайно. Це дало б змогу запобігти новому накопиченню боргу та вплинуло б на рішення щодо витрат набагато пряміше та швидше, замість того, щоб витратити час і зусилля на спроби спочатку вплинути на інфляційні очікування та, як наслідок, стимулювати витрати.

Загалом видається, що у країнах з розвинутою економікою уряди та центральні банки дійшли загального консенсусу щодо того, як працює монетарна політика, і оптимального налаштування для макроекономічної стабілізації. Сильніші інституції означають як те, що політичне втручання в монетарну політику може бути відносно малоімовірним, так і те, що юридичні заходи незалежності ЦБ можуть відносно точно відображати умови на практиці. Утім, необхідність координації дій центрального банку та уряду, особливо у сфері монетарної та фінансової політики ставить питання про створення відповідного майданчика, інституційної структури, яка дає змогу їх координувати, а також стимулює уряд брати участь у цій координації.

Як показують дослідження експертів БМР, центральні банки та уряди останніми роками налагодили різні організаційні форми координації своєї політики, включаючи й поточні зустрічі для обговорення цих питань, і участь у засіданнях виконавчих органах партнерських інституцій (часто без права голосу) (Moser-Boehm, 2006, с. 48). На додаток до регулярних або спеціальних зустрічей між керівниками ЦБ та державними службовцями, ще більш неформальні способи консультацій включають контакти по телефону та електронною поштою.

Досвід координації монетарної та фінансової політики провідних країн з висхідними ринками під час пандемії коронавірусу

Китай. Після спалаху COVID-19 координація між монетарною та фінансовою політикою була посилена, щоб стримати поширення вірусу. По-перше, на ранній стадії пандемії була застосована монетарна та фінансова політика, щоб забезпечити постачання медичних товарів і предметів першої необхідності. Міністерство фінансів і НБК спільно з іншими органами влади оприлюднили надзвичайне повідомлення про посилення фінансової підтримки підприємств, які мають важливе значення для запобігання та боротьби з епідемією. По-друге, у відповідь на панде-

мію було випущено спеціальні облігації казначейства на суму 1 трлн юанів і спеціальні облігації місцевого самоврядування на суму 3,75 трлн юанів. НБК тісно співпрацював з Міністерством фінансів, щоб підтримувати ліквідність на достатньому рівні за допомогою кількох операцій грошово-кредитної політики, щоб створити відповідне середовище ліквідності. По-третє, щоб покращити доступ мікро- та малого бізнесу до фінансування, у червні 2020 р. НБК запустив дві програми, спрямовані безпосередньо на реальну економіку, а саме механізм пролонгації погашення кредиту та механізм беззаставного кредитування для мікро- та малого бізнесу¹.

На ранній стадії пандемії деякі експерти виступали за запровадження в Китаї практики “гелікоптерних грошей” або використання постулатів сучасної монетарної теорії (Modern Monetary Theory, MMT). Однак ці ідеї не отримали підтримки. Натомість, китайські фахівці² вважають, що Народний банк Китаю повинен продовжувати запроваджувати інноваційні інструменти грошово-кредитної політики, такі як політика періодичної відстрочки сплати основної суми та процентів для малих, середніх і мікропідприємств, а також інклюзивний план підтримки кредитних позик для малих і мікропідприємств, скорочення ланцюга передачі грошово-кредитної політики шляхом структурованої та чіткої монетарної та кредитної політики, покращання прямого характеру корпоративного фінансування. Проактивна фіскальна політика також зосереджена на структурі фіскальних витрат, що відображається у зниженні податків, стимулах для споживання населення та допомозі малозабезпеченим групам. Фіскальна політика повинна відігравати більшу роль у перерозподілі багатства, розширювати можливості управління податками, упорядкування оподаткування; грошово-кредитна політика має підтримувати силу та зміцнювати структуру на основі підтримки розумної ліквідності ринку.

Завданням великої ваги залишаються дослідження та використання інструментів грошово-кредитної політики, вжиття суворих заходів для рішучого запобігання надходженню шойно вивільненої ліквідності до нерухомості та інших сфер, активне поглиблення каналів передачі монетарної політики та відкриття ключових ланок фінансової підтримки реальної економіки, особливо для усунення “кінцевого фінансування” малих і мікропідприємств (Wang et al., 2023, с. 52). Загалом завдяки підтримці та координації обох стратегій (монетарної та фіскальної) економіка Китаю під час пандемії стабільно відновлювалася і тому в країні не виникло потреби впроваджувати нетрадиційної монетарної політики.

У **Південній Африці** закон встановлює, що Південно-Африканський Резервний банк (ПАРБ), дбаючи про основну мету, має виконувати свої функції незалежно та без страху, прихильності чи упередженості, але *повинні проводитися регулярні консультації між Банком і членом уряду, відповідальним за національні фінансо-*

¹ A preliminary analysis of coordination between monetary and fiscal policies during Covid-19 / People's Bank of China. BIS Papers. 2020. No 122. P. 73–78. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap122_e.pdf.

² 于占东. 后疫情时代财政货币政策的协调配合 / / 当代金融家, 2020-10-19. URL: http://www.modernbankers.com/html/2020/financiercon_1019/1102.html.

ві питання. Справді, голова ПАРБ регулярно зустрічається з міністром фінансів, а також проводить брифінги для парламенту. Це формує відносини між ПАРБ та урядом, оскільки центробанк є просто “рукою” або функціонером уряду під егідою Міністерства фінансів (Національного казначейства). Крім того, ПАРБ не зосереджений лише на цільовому показнику інфляції, але також враховує економічне зростання та ширші цілі під час встановлення політики.

Як орган уряду Резервний банк, звичайно, підзвітний парламенту, і уряд відіграє важливу роль у діяльності банку. Відповідно до розділу 31 Закону про Резервний банк, голова банку повинен щорічно подавати звіт міністру фінансів щодо здійснення монетарної політики. Крім того, згідно зі ст. 32 цього закону, Банк повинен щомісяця подавати звіт про свої активи та пасиви та щорічну річну фінансову звітність до Міністерства фінансів. Потім ці звіти вносяться до парламенту міністром фінансів. У розділі 37 Закону про Резервний банк також передбачено, що якщо в будь-який час міністр фінансів вважає, що Банк не виконав будь-яке положення Закону або нормативно-правового акта, прийнятого відповідно до нього, він може шляхом письмового повідомлення вимагати від Правління банку виправити невиконання зобов'язань протягом визначеного часу. Якщо Правління не виконає таке повідомлення, міністр може звернутися до Верховного суду з проханням видати наказ, котрий зобов'язує Правління виконати зобов'язання, а Суд може ухвалити такий наказ, який вважає за потрібне. Нарешті, Закон про Резервний банк передбачає, що міністр фінансів може приймати правила, що стосуються, серед іншого, виборів директорів акціонерами та зборами акціонерів у цілому. Це свідчить про значний вплив уряду на призначення посадовців. Таким чином, *контроль над ПАРБ і, власне, над монетарною політикою, фактично покладається переважно на уряд через призначення виконавчих директорів* (Vermeulen, 2020, с. 8).

На практиці ПАРБ та Міністерство фінансів активно й часто взаємодіють одне з одним, поважаючи незалежність центрального банку в монетарній політиці та повноваження Міністерства у реалізації фіскальної політики. З початком пандемії коронавірусу органи монетарної та фіскальної політики одразу відреагували на нові виклики та загрози. Резервний банк та міністерство фінансів обговорили вигоди, ролі та обов'язки двох установ щодо надання Схеми гарантій позик приватному сектору у відповідь на пандемію. Постійний комітет з банківської справи та фінансових ринків збирався більш регулярно, щоб відстежувати розвиток ринку, обмінюватися ринковою інформацією і краще розуміти потреби Міністерства фінансів у фінансуванні та те, як це вплине на операції центрального банку на грошовому ринку. Постійний макроекономічний комітет також збирався регулярно, аби обмінюватися інформацією щодо ефективності та перспектив економіки.

Для цілей координації монетарної та фіскальної політики в **Бразилії** створено Національну валютну раду (Conselho Monetário Nacional, CMN), яка є вищим органом національної фінансової системи й відповідає за формування валютної та кредитної політики, спрямованої на стабільність валюти та економічний і соціальний розвиток країни. До складу Ради входять державний міністр фінансів (її голова),

державний міністр планування та бюджету, а також голова Центрального банку Бразилії (Banco Central do Brasil, BCB). Члени CMN зустрічаються раз на місяць для обговорення таких питань: керування застосуванням коштів від фінансових установ; сприяння покращанню інститутів та фінансових інструментів; забезпечення ліквідності й платоспроможності фінансових установ; координація грошово-кредитної, бюджетної політики, політики внутрішнього і зовнішнього державного боргу.

Національне казначейство (Tesouro Nacional, TN), підпорядковане Міністерству фінансів, діє як маркетмейкер останньої інстанції для ринку державних облігацій. BCB має повноваження купувати або продавати державні облігації виключно для проведення монетарної політики. Це означає, що історично Казначейство повинне підтримувати відносно значний баланс BCB (приблизно від 5 до 10 % ВВП), щоб використовувати його в моменти фінансового стресу. Казначейство може розпоряджатися цим балансом для коригування своїх випусків, а також для викупу облігацій за потреби. Цю роль маркетмейкера останньої інстанції Казначейство відігравало у багатьох минулих кризах, і так само під час коронакризи.

Протягом 2020 р. фіскальні пакети вимагали значного збільшення випуску нових облігацій, що разом зі збоями, спричиненими кризою, значно скоротило сальдо Казначейства, зменшивши довіру ринку до його здатності зберегти роль маркетмейкера (Nechio, & Serra Fernandes, 2022, с. 51). На цьому тлі в травні 2020 р. Конгрес Бразилії ухвалив поправку до Конституції, яка, серед іншого, дозволяла BCB купувати й продавати державні та приватні облігації на вторинному ринку, аби протистояти впливу пандемії на фінансову стабільність. І хоча бразильське законодавство вже дозволяло центральному банку купувати державні облігації для цілей грошово-кредитної політики, ця поправка надала BCB нові потенційні інструменти для використання під час кризи. На практиці центробанк не використовував варіант втручання в державні ринки облігацій, утім, це підвищило впевненість ринку в тому, що ринок облігацій має солідний захист з його боку.

Крім того, у міру збільшення попиту на ліквідність і різкого зростання волатильності Казначейству довелося скоротити термін погашення своїх нових випусків до умов, ближчих до використовуваних в операціях на відкритому ринку. Оскільки цей захід певною мірою почав конкурувати з діями BCB, останній також скоротив терміни своїх операцій на відкритому ринку. Врешті-решт, Національна валютна рада дозволила, як виняток, переказ центробанком частини своїх курсових прибутків до Казначейства в середині, а не наприкінці року. Усі ці дії вимагали високого ступеня координації між Казначейством та центробанком Бразилії.

Перший набір заходів, оголошених центробанком для підвищення загальної ліквідності та доступності капіталу для фінансового сектору, фіскальні заходи, вжиті урядом для підтримки економіки, і дії Казначейства, а також запевнення BCB, що він вживатиме заходів для стабілізації державних і приватних ринків облігацій, якщо необхідно, сприяли стабілізації місцевих ринків у Бразилії.

23.4. Міжнародні практики координації заходів монетарної політики для подолання пандемії COVID-19 та її наслідків

Коронакриза, спровокована пандемією COVID-19, змусила державних регуляторів повернутися до антикризової практики, напрацьованої під час подолання Великої рецесії 2008–2009 рр., а також її наслідків. Зокрема, нетрадиційні фіскальна та монетарна політики, а також механізми їхньої взаємодії було впроваджено не лише на національних, а й міжнародному рівнях. Заходи монетарної політики передбачали узгодженість як з бюджетними пакетами урядів, так і з пом'якшенням банківського регулювання. Оперативний моніторинг відповідних національних практик було налагоджено засобами контролю та спостереження Міжнародного валютного фонду¹.

США. Відповідно до Закону CARES (Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act, “CARES Act”), прийнятого у березні 2020 р., на підтримку економіки, суспільства та громадян США уряд спрямував 2,3 трлн дол. США (близько 11 % ВВП). Інший, не менш важливий пакет державної допомоги в обсязі 1,8 трлн дол., або 8,8 % ВВП, було ухвалено у березні наступного 2021 р. Основним джерелом постачання зазначених коштів виступав державний бюджет, який значною мірою фінансувався ФРС США.

Де-факто Сполучені Штати скористалися своїм новітнім досвідом “нетрадиційної фіскальної та монетарної політик”, набутих під час подолання глобальної кризи 2008–2009 рр. та її наслідків. Зокрема, для стимулювання кредитної та фінансової активності було знижено ставку федеральних фондів (Fedfunds) на 150 б. п. до 0–0,25 %. Крім того, ФРС США придбавала у цільових обсягах казначейські та агентські цінні папери. Було збільшено операції односторонніх та строкових РЕПО, знижено вартість дисконтного кредитування. Зменшилась вартість своп-ліній з провідними центральними банками світу, розширилась кількість банків – учасників цих операцій, було продовжено терміни їхнього погашення; пропонувався механізм тимчасових репо-операцій для іноземних і міжнародних органів валютного регулювання.

Органи банківського нагляду федерального рівня заохочували депозитні установи щодо активізації кредитування клієнтів, постраждалих від COVID-19. При цьому надання таких кредитів не класифікувалось як реструктуризація проблемних боргових зобов'язань. Авуари казначейських цінних паперів США та депозити у федеральних резервних банках тимчасово виключалися з розрахунку додаткового коефіцієнта левериджу для холдингових компаній. Було полегшено звітування регулюючим органам шляхом тимчасового скорочення обсягу й частоти перевірок, а також надання додаткового часу для вирішення некритичних питань банківського нагляду. “Fannie Mae” і “Freddie Mac” надали допомогу позичальникам, включаючи оголошення відстрочки за іпотекою на 12 місяців і скасування пов'язаних з цим комісій за прострочення платежу, призупинення звітності в кредитні бюро щодо фактів прострочення тощо.

¹ IMF Policy Tracker. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>.

ЄС та зона євро. У рамках протидії коронакризі було узгоджено пакет відновлення ЄС наступного покоління (NGEU) обсягом у 750 млрд євро, які фінансувалися за рахунок позик Євросоюзу. Зазначені кошти було розподілено між грантами (390 млрд євро) та кредитами (360 млрд євро), які спрямовувалися через RRF. Антикризовим планом передбачалося, що більшість ресурсів зазначеного пакета будуть виділені упродовж 2021–2023 рр., причому 70 % грантів – у 2021–2022 рр.

З боку ЄЦБ було різко пом'якшено грошово-кредитну політику шляхом: а) додаткового викупу до кінця 2020 р. активів у обсязі 120 млрд євро (в рамках діючої програми APP); б) проведення тимчасових аукціонів повного розподілу тимчасової ліквідності за фіксованою ставкою та умов підвищеної вигідності з використанням цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO-III) протягом червня 2020 р. – червня 2022 р. Крім того ЄЦБ започаткував використання нового механізму ліквідності (PELTRO), який складався із серії нецільових операцій довгострокового рефінансування, які проводилися за процентною ставкою, нижчою на 25 б. п. середньої тижневої ставки MRO (main refinancing operations).

У квітні 2020 р. ЄЦБ запропонував широкий пакет заходів щодо пом'якшення заставного забезпечення для кредитних операцій євросистеми. Вони, зокрема, включали скорочення заставного дисконту на 20 % для неринкових активів та розширення прав забезпечення із включенням до нього грецьких суверенних облігацій. У червні 2020 р. ЄЦБ оголосив про подальші антикризові заходи, включаючи розширення спектра активів, включених до програми викупу корпоративного сектору (CSPP) та пом'якшення вимог забезпечення для операцій рефінансування євросистеми (MRO, LTRO, TLTRO).

Враховуючи зменшення прогнозної інфляції, у грудні 2020 р. Рада керуючих ЄЦБ продовжила терміни та масштаб дії кількох інструментів грошово-кредитної політики, у т. ч.: а) збільшення Програми екстрених закупівель на випадок пандемії (PEPP) на 500 млрд євро до 1850 млрд і продовження терміну її дії на 9 місяців щонайменше до кінця березня 2022 р.; б) збільшення лімітів та термінів запозичення в межах цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO-III); в) продовження заходів щодо пом'якшення заставного забезпечення з квітня 2020 р. до червня 2022 р.; г) оголошення про здійснення у 2021 р. чотирьох додаткових операцій довгострокового рефінансування у зв'язку з пандемією (PELTRO).

У червні 2020 р. Європейський парламент та Європейська Рада ухвалили “банківський пакет”, який передбачав цільові й виняткові законодавчі зміни в регулюванні вимог до капіталу (CRR 2), включаючи значне підвищення гнучкості в застосуванні бухгалтерських та пруденційних правил ЄС, спрямованих на полегшення банківського кредитування та відповідної підтримки економіки. У липні 2020 р. Європейська комісія запропонувала пакет відновлення ринків капіталу з метою стимулювання інвестицій в економіку, забезпечення швидкої рекапіталізації компаній та збільшення можливостей банків щодо фінансування своїх клієнтів.

У грудні 2020 р. Європейська комісія оприлюднила план дій у зв'язку із ризиком зростання проблемних кредитів (NPL), який, зокрема, виключав врахування

системного ризику в рамках чинної системи ліквідації банків (BRRD). Це дало змогу країнам-членам збільшити державну підтримку платоспроможним банкам та національним компаніям з управління активами. Європейське управління з цінних паперів та ринків встановило рекомендації щодо зниження ризиків кредитного плеча хедж-фондів. Агентство опублікувало загальні критерії оцінки ризику кредитного плеча, а також розроблення, калібрування та впровадження лімітів кредитного плеча.

Японія. Квітнева урядова програма Японії з протидії COVID-19 та його наслідкам, прийнята у квітні 2020 р., оцінювалася у 117,1 трлн єн, або 20,9 % ВВП. Вона включала низку антикризових пакетів, узгоджених у січні – березні того ж року. У грудні 2020 р. уряд Японії прийняв черговий комплекс економічних заходів вартістю 73,6 трлн єн (13,1 % ВВП), який спрямовувався на: а) стримування COVID-19; б) сприяння структурним змінам і стимулюванню економічного зростання після подолання коронавірусу; в) гарантування безпеки та допомоги при ліквідації наслідків стихійних лих із одночасним формуванням Резервного фонду COVID-19. Окремі заходи включали пільгові кредити для постраждалих компаній, стимули бізнесу для інвестицій у цифровізацію та зелені технології тощо.

У координації із зазначеними урядовими програмами Банк Японії ухвалив у березні 2020 р. комплексний набір заходів для підтримки фінансових ринків та стимулювання кредитування. Це включало цільове надання ліквідності шляхом збільшення розміру та частоти купівлі державних облігацій, проведення спеціальних операцій з надання позик фінансовим установам для полегшення фінансування компаній, тимчасове збільшення цільової купівлі комерційних паперів й корпоративних облігацій. У квітні 2020 р. Банк Японії оголосив про додатковий викуп державних облігацій без встановлення верхньої межі таких операцій. Крім того, він підвищив максимальний обсяг додаткової купівлі комерційних паперів і корпоративних облігацій, піднявши стелю їх придбання до 20 трлн єн (186 млрд дол. США). Операції з надання ліквідності було розширено за рахунок розширення кола прийнятих контрагентів та забезпечення приватного боргу (включаючи борг домогосподарств), а також шляхом встановлення ставки за непогашеними залишками на поточних рахунках фінансових установ у Банку Японії на рівні 0,1 %. У травні 2020 р. Банк Японії запровадив фондування фінансових установ для підтримки переважно МСП через надання безпроцентних та незабезпечених позик. Загальний обсяг такого фондування становив близько 90 трлн єн, або 838 млрд дол. США в еквіваленті.

Банк Японії в координації з ФРС США, Банком Канади, Банком Англії, ЄЦБ та Національним банком Швейцарії проводив своп-операції для насичення ринків відповідних країн доларовою ліквідністю. Паралельно Японія також мала кілька двосторонніх і регіональних угод про обмін валютою в межах Азіатського регіону. Одночасно уряд країни розширив надання пільгових (безпроцентних та беззаставних) кредитів для мікро-, малого та середнього бізнесу, які постраждали від COVID-19, через Японську фінансову корпорацію та інші установи. Уряд також

розширив доступ до зазначених позик при їхньому отриманні від місцевих фінансових установ, включаючи місцеві банки. Для підтримки позичальників Агентство фінансових послуг встановило, що банки можуть визначати нульову вагу ризику для позик, забезпечених державними гарантіями, зменшувати регулятивний капітал і системно важливі банківські буфери для розширення кредитування, а також зменшувати обсяги своїх високоякісних ліквідних активів нижче від вимог щодо мінімального коефіцієнта покриття ліквідності. Агентство фінансових послуг також звернулося з проханням до банківських установ щодо відстрочки (за потреби) платежів основної суми за іпотечними кредитами та відмови від стягнення комісії за зміну умов іпотечних кредитів.

Німеччина. Протягом березня 2020 р. – березня 2021 р. федеральний уряд ухвалив три додаткові бюджети для боротьби з коронакризою. Їхні обсяги становили, відповідно, 156 млрд євро (4,7 % ВВП), 130 млрд. євро (3,9 % ВВП) та 60 млрд євро (1,7 % ВВП). Передбачені ними заходи включали: а) витрати на медичне обладнання, потужності лікарень, а також дослідження й розробки вакцин; б) розширення доступу до короткострокової роботи, субсидії для збереження робочих місць та доходів працюючих, розширення допомоги по догляду за дітьми для батьків з низьким доходом та пом'якшення доступу до підтримки базового доходу для самозайнятих працівників; в) гранти в загальному обсязі 50 млрд євро власникам малого бізнесу та самозайнятим особам, які серйозно постраждали від спалаху COVID-19, на додаток до безпроцентних відстрочок сплати податків до кінця року та венчурного фінансування стартапів у розмірі 2 млрд євро; г) тимчасове збільшення термінів страхування по безробіттю та допомоги по відпустці з догляду за дитиною.

У частині монетарної політики та нагляду на німецькі банки, що перебувають під національним наглядом, було поширено всі регуляторні й операційні послаблення передбачені ЄЦБ. Крім того було: а) знято антициклічний буфер капіталу для банків з 0,25 % до нуля; б) надано додаткові 100 млрд євро для рефінансування розширеного надання короткострокової ліквідності компаніям через державний банк розвитку KfW у партнерстві з комерційними банками; в) відповідно до структури колишнього Фонду фінансової стабілізації виділено 100 млрд євро для прямого придбання акцій великих постраждалих компаній та зміцнення їхнього фінансового становища. Для домогосподарств, які фінансово постраждали від COVID-19, впроваджувався тримісячний мораторій на виплати за споживчими кредитами. Компанії з надмірною заборгованістю тимчасово звільнялися від зобов'язання щодо подання заяви про банкрутство.

Німецьким банкам, які перебували під національним наглядом, було запропоновано не розподіляти дивіденди та не викуповувати акції. Згодом цю рекомендацію було змінено на обмеження виплат дивідендів, бонусів і зворотного викупу акцій.

Велика Британія. Концептуально монетарна та фінансова політики Великої Британії під час коронакризи не відрізнялися від практики їхнього застосування в період подолання попередньої глобальної кризи. Причому через невизначеність

термінів подолання економічного спаду фінансові програми та монетарні заходи з їхньої підтримки визначалися поетапно, відповідно до динаміки національної економіки та її фінансового стану. Проте всі вони характеризувалися наочною масштабістю. Так, одна з бюджетних програм, затверджена у березні 2021 р., становила 59 млрд ф. ст., що дорівнювало майже 2,6 % ВВП. Вона спрямовувалася на підтримку заходів, пов'язаних з протидії коронавірусу (43 млрд ф. ст.) та відновлення економіки (15,7 млрд ф. ст.).

У монетарній сфері реалізація зазначених ініціатив передбачала, зокрема: а) зниження ставки Банку Англії на 65 б. п. до 0,1%; б) збільшення на 450 млрд. ф. ст. вкладень центрального банку до портфеля державних облігацій Великої Британії та нефінансових корпоративних облігацій; в) запровадження схеми термінового фінансування для посилення ефекту зниження ставок із додатковими стимулами для кредитування реального сектору економіки, особливо малого та середнього бізнесу; г) тимчасове продовження овердрафту для державного казначейства у Банку Англії для забезпечення уряду короткостроковим джерелом додаткової ліквідності; д) запуск спільного корпоративного фінансування з боку державного казначейства та Банку Англії за трьома схемами державних кредитних гарантій – переривання бізнесу через коронавірус, переривання великого бізнесу через коронавірус і кредитування відновлення. При цьому Банк Англії спільно з центральними банками Канади, Японії, США, Швейцарії та ЄЦБ брав участь у наданні ліквідності через угоди про постійні лінії обміну ліквідності в доларах США (своп-угода між ключовими центральними банками).

У лютому 2021 р. після здійснення технічного аналізу Банк Англії дійшов висновку про корисність потенційного використання негативної облікової ставки. У березні 2021 р. уряд оголосив про введення нової схеми гарантій за іпотечними кредитами для позичальників із заставою 5 % за будинки вартістю до 600 тис. ф. ст., а також про продовження звільнення від сплати земельного податку (гербового збору).

У березні 2020 р. Управління пруденційного регулювання (PRA) заявило про необхідність призупинення до кінця 2020 р. виплати дивідендів та здійснення зворотного викупу акцій великими банками. Водночас Управління фінансового нагляду (FCA) представило пакет цільових тимчасових заходів для підтримки клієнтів, які постраждали від коронавірусу, встановивши заморожування платежів за кредитами та кредитними картками на строк до трьох місяців.

Канада. За наявними даними, ключові бюджетні витрати та податкові заходи для протидії коронакризі в Канаді становили 435,2 млрд канадських доларів, або 19,7 % ВВП. Задля їх реалізації Банк Канади задіяв, серед іншого, такі заходи: а) зниження процентної ставки овернайт на 150 б. п. до 0,25 %; б) розширення програми викупу облігацій на всі терміни погашення; в) запуск Банківської програми акцептної покупки; г) розширення списку прийнятного забезпечення для операцій термінового репо на весь спектр прийнятного забезпечення для Постійного механізму ліквідності (SLF), за винятком Портфеля неіпотечних кредитів (NMLP); г) підтрим-

ка ринку іпотечних облігацій Канади (СМВ) шляхом їх купівлі на вторинному ринку; д) тимчасове збільшення суми NMLP, яку учасник може внести у заставу для SLF, а також для тих учасників, котрі не використовують NMLP; е) розширення надання ліквідності через угоди про постійні лінії обміну ліквідності в доларах США спільно з центральними банками Японії, зони євро, Великої Британії, США та Швейцарії; є) запуск Постійної програми забезпечення ліквідності, в рамках якої кредити можуть надаватися відповідним фінансовим установам, які потребують тимчасової підтримки ліквідності; ж) запуск програм купівлі: облігацій провінцій (РММР), комерційних паперів (СРРР), корпоративних облігацій (СВРР) та цінних паперів уряду Канади на вторинному ринку.

Банком Канади також було опубліковано “перспективні рекомендації”, де повідомлялося про те, що він не підвищуватиме процентну ставку доти, доки економічне зростання повністю не відновиться, а інфляція не набуде стійких значень та не перебуватиме на цільовому рівні.

Інші заходи у фінансовому секторі включали: а) зниження Управлінням керуючого фінансовими установами (OSFI) буфера внутрішньої стабільності для D-SIB від 2,25 до 1 % активів, зважених за ризиком; б) придбання урядом пулу застрахованих іпотечних кредитів на суму до 150 млрд дол. через Канадську іпотечну та житлову корпорацію (СМНС); в) надання федеральним урядом кредитів на суму 95 млрд кан. доларів (включаючи 13,8 млрд у вигляді “пробачених” кредитів) для підтримки компаній, що перебувають у стресовій ситуації; г) федеральна підтримка Farm Credit Canada в обсязі 5,2 млрд дол. для кредитування виробників агробізнесу та підприємств харчової промисловості.

У міру відновлення економіки центральний банк Канади коригував свої програми в частині її фінансової підтримки. Так, навесні 2021 р. ним було зменшено цільові обсяги щотижневого чистого придбання державних облігацій Канади з мінімальних 4 млрд до 3 млрд дол.

Китай. Було оголошено про реалізацію бюджетних заходів у обсязі 4,9 трлн юанів, або близько 4,7 % ВВП. Левову частину цих коштів (4,2 трлн) планувалося використати у 2020 р. Впровадженню цих заходів сприяв Народний банк Китаю, який здійснював: а) вливання ліквідності в банківську систему за допомогою операцій на відкритому ринку (зворотне репо та середньострокове кредитування); б) розширення механізмів перекредитування та переобліку існуючих заборгованостей (на суму 1,8 трлн юанів) для підтримки виробників медичної продукції, постачання та предмети першої необхідності, а також допомоги мікро-, малим та середнім фірмам, у т. ч., у сільськогосподарському секторі; в) зниження ставок 7- та 14-денного зворотного репо на 30 б. п., а також на 30 б. п. річної ставки середньострокового кредитування.

Крім того уряд пом'якшив фінансові умови та надав фінансову допомогу постраждалим домогосподарствам, корпораціям та регіонам, які мали труднощі з погашенням боргових зобов'язань. Для цього: а) стимулювалося кредитування МСП, включаючи підтримку незабезпечених кредитів МСП від місцевих банків, підви-

щення цільового показника зростання кредитування великими банками ММП з 30 до 40% та створення системи оцінки кредитування банками МСП; б) здійснювалося відстрочення виплат за діючими кредитами, а також пом'якшення обмежень на розмір кредиту для онлайн-позик та інші заходи кредитної підтримки за встановленими критеріями МСП і домогосподарств; в) пом'якшувалися вимоги щодо обсягу й рівня непрацюючих кредитів та скорочення покриття резервів за проблемними кредитними вимогами; г) надавалася підтримка фінансовим установам для випуску облігацій, орієнтованих на кредитування МСП.

У частині валютно-курсового регулювання було знижено до нуля резервні вимоги щодо валютних форвардів. Стеля транскордонного фінансування в рамках макропруденційної оцінки для фінансових установ та підприємств була спочатку підвищена на 25 %, але згодом знижена до початкового рівня. Було скасовано обмеження на інвестиційну квоту іноземних інституційних інвесторів і надано нову квоту для національних інституційних інвесторів. Було збільшено на дві третини коефіцієнт макропруденційного коригування для закордонного кредитування національними підприємствами, що призвело до підвищення його стелі.

Індія. Заходи фінансової підтримки центрального уряду Індії передбачали як мінімум понадпланові державні витрати (близько 3,5 % ВВП), а також підтримку бізнесу й активізацію кредитування окремих секторів національної економіки (близько 5,3 % ВВП). Від початку коронакризи Резервний банк Індії (RBI) знизив ставки репо та зворотного репо на 115 і 155 б. п. до 4,0 і 3,35 %, відповідно, і оголосив про заходи щодо надання ліквідності за кількома інструментами, включаючи операції довгострокового репо (LTRO), скорочення коефіцієнта грошових резервів (CRR) на 100 б. п., збільшення стандартного інструменту овернайт до 3 % нормативного коефіцієнта ліквідності (SLR) та операцій на відкритому ринку (включаючи одночасну купівлю та продаж державних цінних паперів). Упровадження зазначених заходів дало змогу “влити” до вересня 2020 р. додаткову ліквідність у розмірі 5,9 % ВВП.

Крім того, центральний банк Індії оголосив: а) проведення TLTRO-2.0 (для інвестування в облігації інвестиційного рівня, комерційні папери та неконвертовані боргові зобов'язання NBFC); б) спеціальні механізми рефінансування для сільських банків, компаній житлового фінансування, а також МСП; в) тимчасове зниження коефіцієнта покриття ліквідності (LCR) та обмеження банків на виплату дивідендів; г) призупинення класифікації активів протягом періоду мораторію за кредитами з вимогою резервування в розмірі 10 %, а також продовження строків урегулювання великих рахунків, що перебувають у стані дефолту, на 90 днів. За зверненням RBI фінансові установи країни здійснили оцінку шоку COVID-19 на якість їхніх активів, ліквідність та інші фінансові параметри. RBI ініціював впровадження спеціального механізму ліквідності для взаємних фондів (SLF-MF) та 90-денну операцію РЕПО з фіксованою процентною ставкою для банків спеціально для задоволення потреб у ліквідності з боку взаємних фондів.

Додатково до зазначеного уряд Індії реалізував заходи, спрямовані на підтримку бізнесу шляхом упровадження програми беззаставного кредитування зі

100-відсотковою гарантією фінансових компаній, компаній житлового фінансування (HFC) та установ мікрофінансування. Уряд також оголосив про створення Фонду для вливання капіталу в ММСП та спеціального фонду (SPV) для придбання короткострокових боргів відповідних небанківських фінансових компаній та компаній житлового фінансування, повністю гарантованих урядом та керованим банком державного сектору. На цьому тлі RBI здійснював пом'якшення регулювання, включаючи збільшення ліміту великих ризиків, пом'якшення деяких норм державного фінансування, кредитну підтримку експортерам та імпортерам, продовження терміну дії механізмів рефінансування малого бізнесу.

У частині валютного регулювання RBI здійснив у березні 2020 р. валютний своп в обсязі 2 млрд дол. США і терміном на 6 місяців. Ним також було збільшено ліміт інвестицій FPI у корпоративні облігації до 15 % від суми акцій, що перебували в обігу у 2020–2021 фінансовому році. Було знято обмеження на інвестиції нерезидентів у певні цінні папери, випущені центральним урядом; скориговано політику ПІІ в тій частині, що суб'єкт країни, яка має спільний сухопутний кордон з Індією, може інвестувати лише після отримання згоди центрального уряду.

Ізраїль. У 2020 р. парламент країни схвалив бюджетний пакет в обсязі 80 млрд шекелів (приблизно 6,1 % ВВП), 11 млрд з яких спрямовувалися на підтримку охорони здоров'я. На посилення системи соціального захисту призначалися 20 млрд шекелів, у т. ч., для підвищення допомоги по безробіттю та надання грантів для самозайнятих працюючих. Зазначений пакет також містив 41 млрд шекелів для збільшення ліквідності шляхом надання: а) прямих та гарантованих державою позик для великих компаній, малих і середніх підприємств та інших організацій; б) податкових пільг для підприємств; в) відстрочення сплати ПДВ, муніципальних податків, комунальних послуг, податків на прибуток, г) прискореного відшкодування податків; г) грантів для бізнесу.

Основні заходи грошово-кредитної політики центрального банку Ізраїлю включали: а) викуп державних облігацій в обсязі до 50 млрд шекелів, згодом збільшено до 85 млрд і потім – до 65,3 млрд шекелів; б) операції репо для забезпечення банківської ліквідності в шекелях; в) зниження облікової ставки на 15 б. п. до 0,1 %, г) розширення прийнятої застави при здійсненні операцій репо з включенням корпоративних облігацій з рейтингом AA й вище; г) схему строкового фінансування, яка передбачала надання трирічних позик для банків з метою розширення їхнього кредитування малих і мікропідприємств (у заявленому обсязі 34,2 млрд шекелів); д) план придбання корпоративних облігацій на вторинному ринку в обсязі до 15 млрд шекелів.

Крім того, Банк Ізраїлю вжив заходів для полегшення фінансових умов для домогосподарств і компаній шляхом: а) зниження нормативного капіталу банку на 1 в. п.; б) збільшення ліміту співвідношення позики й вартості кредитів, забезпечених іпотекою (з 50 до 70 %); в) скасування додаткової вимоги до 1 % капіталу для іпотечних позик; г) надання за певних обставин банкам дозволу щодо розрахунку співвідношення виплати боргу до доходу за іпотечними позиками, орієнтуючись на

докризові обсяги доходу; г) підвищення ліміту (з 20 до 22 %) на кредитний портфель банків, наданий будівельним компаніям; д) дозволу комерційним банкам збільшувати кредитні можливості клієнтів за овердрафтом і призупиняти обмеження на рахунки клієнтів із повернутими чеками через нестачу коштів; е) зменшення коефіцієнта кредитного плеча на 0,5 %. У 2020 р. Банк Ізраїлю також оголосив про комплексну систему відстрочення платежів за кредитами як допомогу клієнтам банків у боротьбі з наслідками коронакризи.

Задля стабілізації валютного ринку Банк Ізраїлю здійснював валютні свопи для надання додаткової ліквідності в доларах США.

Чилі. У березні 2020 р. уряд ініціював реалізацію пакета спеціальних заходів у обсязі 11,75 млрд дол. США (майже 4,7 % ВВП) задля підтримки зайнятості та національного бізнесу. У квітні того ж року було вирішено здійснити: додаткову підтримку найбільш уразливих та незалежних працівників у розмірі близько 2 млрд дол. США й схему кредитних гарантій в обсязі 3 млрд дол. Крім того, у травні уряд анонсував програму роздачі 2,5 млн продовольчих кошиків нужденним, загальним обсягом 100 млн дол. США.

Ключові заходи Центрального банку Чилі передбачали: а) дворазове зниження облікової ставки сукупно на 125 б. п. до 0,5 % річних; б) запровадження нового механізму фінансування банків за умови збільшення ними власного кредитування; в) включення корпоративних цінних паперів, а також комерційних кредитів з високим рейтингом як забезпечення при отриманні ліквідності від центрального банку; г) ініціювання програми викупу банківських облігацій (в обсязі до 8 млрд дол. США); ґ) розширення допустимих валют для задоволення резервних вимог в іноземних валютах; д) розширення програми для забезпечення ліквідності в песо та доларах США за допомогою операцій репо та своп-операцій.

Крім того, було переглянуто графік упровадження стандартів Базель III та введено особливий режим створення резервів для відстрочених кредитів; використання іпотечних гарантій захисту кредитів МСП; коригування обліку активів, одержаних як оплата за отримані товари, послуги та роботи, а також маржі за операціями з похідними фінансовими інструментами. Для потенційної підтримки платіжного балансу під час подолання коронакризи Чилі узгодив з МВФ дворічну гнучку кредитну лінію в обсязі 17,443 млрд СДР (близько 23,93 млрд дол. США).

23.5. Досвід ЄС щодо модифікації фіскальних правил як невід'ємних складових монетарного союзу перед викликами зеленого і цифрового переходу. Складові трансформації фіскальних правил в інших країнах

В ЄС зважена конструкція та імплементація фіскальних правил є вагомими компонентами цілісної системи координації фіскальної і монетарної політик в Економічному та валютному Союзі. Об'єктивно спільна монетарна політика в єврозоні та децентралізована фіскальна політика на рівні держав – членів ЄС роблять фіскальні правила необхідним елементом системи гарантування колективної фінансової стабільності в ЄС. Фахівці МВФ справедливо вказували на те, що фіскаль-

на експансія одного члена єврозони мала би побічні наслідки для інших, реакція на які вимагала би посилення спільної монетарної політики ЄС і призвела б до вищого рівня ринкових процентних ставок на інтегрованому фінансовому ринку, а також до ймовірного поширення “ефектів зараження” при виникненні панічних настроїв та виділення фінансової допомоги проблемній країні й перекладання таким чином тягаря фіскальної експансії на інших членів союзу¹.

У таких умовах визначення боргових лімітів, обмежень для дефіцитів бюджетів і правил державних видатків на рівні ЄС та в рамках національного законодавства держав-членів було визнано необхідними елементами здорових фіскальних інститутів в умовах наявності побічних ефектів фіскальної політики для ЄС у цілому та його Економічного і валютного союзу.

Основоположні засади координації фіскальної політики держав – членів ЄС представлені насамперед у Договорі про функціонування ЄС (Treaty on the Functioning of the European Union, TFEU). Стаття 126 TFEU встановлює, що держави-члени повинні уникати надмірного дефіциту сектору загального державного управління, а Єврокомісія має відстежувати динаміку бюджетної ситуації та державного боргу країн-членів. Протоколом 12 до TFEU контрольними показниками для виконання ст. 126 Договору визначено: а) 3-відсоткове відношення планованого чи фактичного бюджетного дефіциту до річного ВВП у ринкових цінах; б) 60-відсоткове відношення боргу сектору ЗДУ до річного ВВП у ринкових цінах².

Іншим важливим документом, що формує засади фіскальних правил наднаціонального рівня у ЄС є Пакт стабільності та зростання (SGP), який введено в дію рішенням Ради ЄС 17 червня 1997 р. Офіційно Пакт – це набір правил, призначених для забезпечення проведення державами – членами ЄС здорової фіскальної політики й уникнення негативних ефектів фіскальної політики для монетарної системи та макрофінансової стабільності в ЄС. У контексті спільних фіскальних правил ЄС основним положенням Пакту стабільності та зростання є таке: “Країни-члени беруть на себе зобов’язання дотримуватися *середньострокової бюджетної цілі* у формі бюджетної позиції, близької до балансу чи надлишку”³. Середньострокова бюджетна ціль є ключовою концепцією превентивної частини Пакту, яка повинна гарантувати стійкість державних фінансів і відповідність контрольному показнику бюджетного дефіциту (3 % ВВП) навіть у випадку настання найбільш негативних обставин. Фактичне досягнення ключової цілі Пакту оцінювалося на основі підрахунків *структурного балансу* сектору ЗДУ (що є модифікованим показником циклічно скоригованого балансу).

¹ Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe / International Monetary Fund. IMF Working Paper. 2015. March. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1567.pdf>.

² Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>.

³ The Stability and Growth Pact. URL: <https://www.cvce.eu/en/recherche/unit-content/-/unit/02bb76df-d066-4c08-a58a-d4686a3e68ff/d251a863-9ebf-4537-8b92-a036334ae094>.

Наприкінці 2022 р. у політичних та експертних колах ЄС почалося широке професійне обговорення питань реформування системи фінансальних правил наднаціонального рівня як важливого компонента модифікації рамок фінансальної політики на рівні ЄС. Інтенсифікація таких обговорень пов'язана з тим, що попередні рамки фінансальної політики визнавались досить жорсткими і такими, що гальмують розвиток і зростання економіки за рахунок пригнічення державних інвестицій. Адже саме державні інвестиції, як правило, першими зазнавали скорочень з боку національних органів при намаганні досягти цільових показників структурного балансу бюджету, загального дефіциту і рівня чи темпів зменшення валового державного боргу.

Такий стан справ вступав у суперечність із необхідністю досягнення інших важливих цілей ЄС, а саме: здійснення масштабних інвестицій у державному секторі для досягнення так званого подвійного переходу (зеленого й цифрового), зменшення енергетичної залежності національних економік, підвищення рівня їх соціальної та економічної стійкості, посилення оборонних можливостей. Такі цілі було сформульовано на рівні як національних держав, так і ЄС у цілому.

Іншою вагомою проблемою, що активно обговорюється в ЄС, є недостатня транспарентність системи фінансальних правил і низький ступінь її передбачуваності для складання планів на майбутнє. Адже діючі конструкції фінансальних правил та система нагляду за фінансальною політикою є надто складними і включають численні індикатори (як цільові чи контрольні показники) і невимірювані змінні (наприклад, розрив ВВП).

У листопаді 2022 р. було оприлюднено документ Єврокомісії¹, метою якого оголошено побудову більш простої та інтегрованої архітектури макрофінансального нагляду для гарантування боргової стійкості держав-членів, заохочення стійкого й інклюзивного економічного зростання, а також посилення міцності фінансальних рамок відносно впливу змінних економічних умов. Згідно з положеннями цього документа, передбачається, що верхні межі на рівні 3 % ВВП для дефіциту і 60 % ВВП для валового боргу сектору загального державного управління не підлягатимуть корекції і залишатимуться в силі, але в процесі планування значна увага приділятиметься питанням забезпечення низхідної динаміки державного боргу для виконання контрольних показників. Плановані параметри фінансальної політики мають бути достатньо реалістичними і такими, що заслуговують на довіру громадськості, при одночасному задіянні методів управління, які гарантують стійке та інклюзивне зростання економіки.

Нові фінансальні правила у ЄС міститимуть вимоги щодо скорочення наявного обсягу державного боргу або ж його утримання на розумному рівні, а також недосягнення дефіцитом сектору загального державного управління 3-відсоткової позначки. Проголошено також наміри скасувати правило 1/20 щорічного скорочення обсягу боргу за визначених обставин.

¹ Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework. 2022. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2022:583:FIN>.

Держави – члени ЄС будуть зобов’язані представляти власні середньострокові плани фінансово-структурних коригувань, які мають гарантувати збереження стійкого рівня державного боргу або досягнення контрольного показника боргу наприкінці періоду фінансового коригування при забезпеченні реалізації пріоритетних інвестиційних проектів. Ці плани встановлюватимуть специфічну для кожної країни фінансову траєкторію, а також набір пріоритетних інвестиційних проектів і заходів політики, які одночасно забезпечуватимуть і стійкий рівень державного боргу, і стає й інклюзивне економічне зростання. Ці плани, у свою чергу, повинні бути гармонізовані з Національними енергетичними і кліматичними планами (цільові показники цих планів відображені в “EU Climate Law”). Єдиним операційним індикатором для системи нагляду за фінансовою політикою на рівні ЄС має стати *показник чистих первинних видатків сектору загального державного управління*, а саме: видатків за винятком дискреційних податкових доходів і процентних виплат за боргом, а також циклічних видатків на допомогу безробітним. Значення цього індикатора відіграватиме роль базису при визначенні курсу фінансового коригування на середньостроковий термін¹. А його використання запускатиме в дію автоматичні стабілізатори фінансової політики і перешкоджатиме проциклічному впливу цієї політики на економіку.

У документі Єврокомісії зазначається також, що погоджена траєкторія чистих первинних видатків сектору ЗДУ повинна гарантувати, що розмір валового боргу цього сектору залишатиметься на розумному рівні або зменшуватиметься як мінімум до кінця періоду фінансового коригування при одночасному дотриманні 3-відсоткового граничного показника для дефіциту сектору ЗДУ. Але на держави зі значними викликами для стабільності боргової ситуації покладатиметься вимога відносно того, що за межами середньострокового плану держборг повинен мати правдоподібну низхідну траєкторію ще протягом 10 років з моменту завершення плану. Погоджена на рівні колективних органів ЄС динаміка чистих первинних видатків кожної з держав ЄС надалі повинна бути переведена в щорічні стелі сумарних видатків у цих державах.

Всі держави – члени ЄС будуть зобов’язані подати на розгляд Єврокомісії та затвердження Радою ЄС власні фінансово-структурні плани на середньостроковий термін. Вони надалі стануть основою для національних бюджетів. Будь-які зміни до фінансово-структурного плану в ході його впровадження національним урядом повинні бути схвалені Єврокомісією та Радою ЄС. Країни-члени не обмежуватимуться у плані реалізації намірів щодо фінансування нових інвестиційних проектів, але такі заходи не повинні порушувати узгоджену траєкторію чистих первинних видатків сектору державного управління.

Оновлена система фінансових правил ЄС містить і таке положення: якщо держава-член продемонструє власну неспроможність виконувати взяті інвестицій-

¹ Orientations for a reform of the EU Economic Governance Framework / Council of the European Union. 2023. URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/03/14/economicgovernanceframework-council-agrees-its-orientations-for-a-reform/>.

ні зобов'язання чи зобов'язання щодо проведення реформ, то органи ЄС покладатимуть на неї обов'язок розробити новий план з видозміненими показниками чистих первинних видатків, а також матимуть право накладати фінансові санкції на країну-порушника. У такий спосіб передбачається, що дотримання погодженої траєкторії чистих первинних видатків на тривалому часовому проміжку надаватиме можливості для проведення антициклічної фінансової політики. Але на випадок дії великих шоків для єврозони чи ЄС не виключається можливість тимчасового виходу з фінансових правил. Передбачається, що застосування положення щодо виходу з фінансових правил загальноєвропейського чи національного рівня буде можливим лише після прийняття Радою ЄС відповідного рішення.

Таким чином, пропозиції Єврокомісії щодо реформування рамок умов фінансової політики в ЄС зміщують фокус контрольних заходів від щорічного часового інтервалу моніторингу показників державних фінансів до довгострокового погляду. У рамках нової системи від країн-членів вимагатимуть забезпечити зміщення траєкторії державного боргу на шлях вірогідного скорочення боргу наприкінці чотири- та семирічного періоду коригування (для країн із "суттєвими" й "помірними" борговими викликами).

Рада ЄС 14 березня 2023 р. у відповідь на згаданий документ Єврокомісії оприлюднила свої висновки¹. У них відображені такі позиції Ради ЄС:

- граничні контрольні значення для планового чи фактичного дефіциту сектору ЗДУ на рівні 3 % ВВП та для валового боргу цього сектору на рівні 60 % ВВП за поточними ринковими цінами залишаються незмінними, але структура економічного управління має забезпечувати їх дотримання більш ефективним, результативним і стабільним способом;
- усі держави-члени повинні розробити й подати національні середньострокові фінансово-структурні плани після того, як реформована структура економічного управління в ЄС набуде чинності; національні плани повинні поширюватися на питання фінансової політики, реформ та інвестицій для просування цифрового й зеленого переходу. У планах має бути встановлено траєкторію національної фінансової політики в термінах чистих первинних видатків сектору ЗДУ як єдиного операційного показника;
- національні плани та їх оновлення повинні оцінюватись Комісією у прозорий спосіб на основі загальних принципів оцінки, які мають бути узгоджені, підлягати перевірці різними державами та схваленню Радою ЄС. Рамки фінансової політики мають ураховувати необхідність демократичного процесу в державах-членах як основи для формування їх економічної політики;
- період фінансового коригування може бути продовжений, якщо держава-член бере на себе зобов'язання реалізувати прийнятний набір реформ та інвестицій, що покращуватимуть перспективи економічного зростання, зміцнюва-

¹ Orientations for a reform of the EU Economic Governance Framework / Council of the European Union. 2023. URL: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/03/14/economicgovernanceframework-council-agrees-its-orientations-for-a-reform/>.

тимуть державні фінанси і націлюватимуться на досягнення стратегічних пріоритетів ЄС, включаючи державні інвестиції для зеленого і цифрового переходу та нарощування оборонних можливостей;

- для всіх держав-членів національні плани повинні забезпечувати відповідність критерію бюджетного дефіциту, а Процедура надмірного дефіциту (Excessive deficit procedure) у разі порушення критерію 3-відсоткового дефіциту має залишитися без змін, включаючи оцінку детермінант такого стану;
- для держав-членів із відношенням державного боргу до ВВП, що перевищує 60 %, національні середньострокові плани мають забезпечити достатнє зменшення цього відношення. Для держав-членів, які дотримуються граничного показника державного боргу і в яких мінімальною є небезпека його перевищення, фіскальна траєкторія в національних планах повинна забезпечувати надійне утримання бюджетного дефіциту на рівні нижчому, від 3 % ВВП на тривалій основі, а також збереження коефіцієнта державного боргу на розумному рівні;
- поточну роль національних незалежних фіскальних інституцій у підготовці або схваленні макроекономічних прогнозів слід зберегти та адаптувати їхню діяльність до середньострокових фіскально-структурних планів. Такі незалежні інституції не повинні активно включатися до процесу розроблення національних планів, більше концентруючись на питаннях моніторингу та оцінки їх виконання;
- держави-члени, які в рамках національного бюджетного законодавства користуються показником структурного балансу бюджету, повинні бути в змозі перевести цільовий показник чистих первинних видатків держави із власного фіскально-структурного плану в показник структурного балансу для цілей складання і виконання національного бюджету;
- процедура макроекономічного дисбалансу (Macroeconomic Imbalance Procedure) повинна посідати центральне місце у виявленні, запобіганні та коригуванні дисбалансів, які негативно впливають на функціонування економік держав-членів, Економічного та валютного союзу. Її варто зробити більш динамічною, пов'язуючи оцінки дисбалансів з еволюцією ризиків і реалізацією політики, варто мати і чіткіші критерії для зниження чи підвищення статусу держав-членів у рамках цієї процедури.

За висновком австрійського вченого Ф. Хаймбергера, з огляду на поточні траєкторії державних видатків, що отримані на основі технічного аналізу Єврокомісії, у низці великих країн єврозони знадобляться суттєві скорочення державних видатків для того, аби відповідати новим фіскальним правилам. Транскордонні наслідки одночасних скорочень бюджету можуть посилити негативний вплив фіскальної економії на зайнятість. Із уповільненням економічного зростання співвідношення державний борг/ВВП у більшості випадків перевищуватиме прогнози Єврокомісії. Тому, на думку дослідника, підготовані Єврокомісією пропозиції щодо реформ в цій сфері не в змозі належним чином управляти майбутніми викликами і потребують

змістового доопрацювання. За оцінками Ф. Хаймбергера, трансформація енергетичної та транспортної систем ЄС для досягнення кліматичних цілей вимагатиме додаткових державних інвестицій у розмірі щонайменше 146,5 млрд євро на рік, що дорівнює 1 % річного ВВП. Однак здійснення таких масштабних інвестицій не може мати знижувальний вплив на показники державного боргу. Тому дотримання настанов Єврокомісії при зосередженні її технічно-аналітичної спроможності на досягненні зниження відносних фіскальних показників, імовірно, матиме наслідком недостатність державних інвестицій на національному рівні (Heimberger, 2023).

Щодо *трансформації фіскальних правил в інших країнах поза межами ЄС*, то криза охорони здоров'я та економічна криза, спричинена пандемією, викликали безпрецедентну реакцію фіскальної політики в усьому світі. При цьому багато країн активували положення про вихід із фіскальних правил або призупинили їхню дію, щоб надати гнучкості фіскальній політиці.

У 2022–2023 рр. уряди багатьох країн постали перед вибором: чи варто повертатися до фіскальних правил і, якщо так, то на скільки швидко і в який спосіб. Ряд країн розпочали реформи своїх рамкових умов фіскальної політики, оскільки їх ситуація в сфері державних фінансів нормалізувалася. Наприклад, після дворічного призупинення свого фіскального правила у 2020–2021 рр. **Колумбія** вдосконалила фіскальний механізм у 2021 р., окресливши шлях переходу до правила структурного первинного балансу з новим борговим якорем і запровадивши автономний комітет з нагляду за фіскальними правилами.

В **Уругваї** нові фіскальні правила було запроваджено у 2020 р. Законом про терміновий розгляд, що ґрунтуються на трьох засадах: а) обмеження структурного дефіциту бюджету, б) встановлення верхньої межі чистого державного боргу на рівні 30 % ВВП за дії виняткових обставин, в) лімітування зростання реальних первинних видатків держави у прив'язці до потенційних темпів зростання ВВП. Таким чином було запроваджено нове правило державних видатків як основу нових рамок фіскальної політики, а також створено комітет експертів і консультативну раду з питань фіскальних правил.

Еквадор у 2020 р. переглянув власне фіскальне правило видатків і запровадив нове правило балансу бюджету та борговий ліміт, які втілювали його оновлену середньострокову фіскальну стратегію.

Чилі у 2022 р. запровадили нову ціль стійкості державного боргу та ввели положення про вихід з правил (які будуть застосовуватися після 2026 р.), щоб засвідчити налаштованість уряду на поступову фіскальну консолідацію.

Водночас уряд **Індонезії** в 2020 р. підвищив ліміт державного боргу з 55 до 60 % ВВП, а у 2022 р. – до 65 % ВВП. У **Таїланді** ліміт державного боргу також було переглянуто і підвищено з 60 до 70 % ВВП у 2021 р. з метою надання уряду нових можливостей для впровадження протиепідемічних і антикризових заходів.

Кілька інших країн перейшли до системи фінансової відповідальності, базованої на правилах, за наслідками пандемії COVID-19. **Домініка** у 2021 р. встановила верхню межу державного боргу на рівні 60 % ВВП, що має бути досягнута до 2035 р.

Було також специфіковано правило первинного балансу бюджету, згідно з яким первинний профіцит обсягом 2 % ВВП має досягатися у всі ті роки, коли державний борг перевищує 60 % ВВП¹.

У цілому, аналізуючи досвід країн з ринками, що формуються, у царині впровадження та модифікації фіскальних правил, фахівці Міжамериканського банку розвитку роблять висновок, що для підвищення ефективності фіскальних правил у цих країнах бажаним є:

з точки зору дизайну фіскальних правил: запровадження боргових якорів або лімітів державного боргу, які дають змогу поступово накопичувати фіскальні буфери й мають механізми зворотного зв'язку з операційними цілями (правилами), пов'язаними з даними лімітами; забезпечення гнучкості фіскальних правил та/або обмеження поточних видатків при забезпеченні захисту державних інвестицій, додаючи вимір прискорення економічного зростання до виміру фіскальної стійкості, що зазвичай була в центрі уваги фіскальних правил; визначення чітких способів/шляхів відновлення дії фіскальних правил після активації положень щодо виходу з правил в екстремальних умовах.

з точки зору забезпечення дотримання фіскальних правил і надання їм перспективного характеру: створення фіскальних рад із повноваженнями посилення стимулів до виконання фіскальних правил, шляхом як накладення репутаційних втрат для урядів, котрі відходять від правил, так і з'ясування того, як правило буде виконуватися, після періодів невиконання правил; посилення середньострокових фіскальних рамок, які міститимуть “перспективні вказівки” як досягати фіскальних цілей у майбутньому, сприяючи таким чином закріпленню очікувань і забезпечуючи шлях урядових реформ, необхідних для дотримання фіскальних правил (Ardanaz, Cavallo, & Izquierdo, 2023).

Таким чином, після пандемії COVID-19 відбуваються оновлення і вдосконалення системи фіскальних правил на наднаціональному рівні ЄС і в багатьох країнах з ринками, що формуються, з наданням цій системі більшої транспарентності, стійкості до впливу зовнішніх шоків і націленості на економічне зростання й структурні зміни через реалізацію масштабних інвестиційних проєктів.

З 2022 р. на рівні ЄС почалося розроблення нової системи фіскальних правил з урахуванням викликів постковідного світу та необхідності вдосконалення механізмів функціонування монетарного союзу. У підготованих Єврокомісією “Орієнтирах для реформи структури економічного управління ЄС” пропонується перехід до системи, що ґрунтується на оцінці ризиків і фокусується на комплексному аналізі боргової стійкості, розробленні багаторічних фіскально-структурних планів у державах-членах і оперуванні єдиним інструментом з наголосом на чистих первинних видатках сектору ЗДУ. Держави-члени повинні будуть представляти свої середньострокові плани фіскально-структурних коригувань, які забезпечуватимуть утримання стійкого рівня державного боргу або досягнення цього рівня на-

¹ Fiscal Monitor: On the Path to Policy Normalization / International Monetary Fund. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2023/04/03/fiscal-monitor-april-2023>.

прикінці періоду коригування за одночасної реалізації пріоритетних інвестиційних проєктів. Перехід до проведення індивідуалізованого бюджетного аналізу й аналізу стійкості державного боргу для країн-членів надаватиме їм більше свободи дій при формуванні власної фінансової політики. Але схвалена траєкторія чистих первинних видатків сектору ЗДУ повинна гарантувати, що розмір державного боргу залишатиметься на розумному рівні або знижуватиметься щонайменше до кінця періоду коригування при одночасному дотриманні 3-відсоткового ліміту для дефіциту.

Після закінчення війни на порядку денному економічних реформ в Україні неминуче постане завдання відновлення системи фінансових правил та їх адаптації до вимог ЄС, тому вивчення європейського досвіду в цій сфері має вагоме методологічне і практичне значення для України.

23.6. Практики фінансової й монетарної політик та їх взаємозв'язки

В умовах сучасного невизначеного середовища фінансова політика може виступати дієвим інструментарієм подолання наслідків економічних криз за допомогою впровадження низки заходів з метою стимулювання витрат та зниження податкового навантаження для підтримки національної економіки. Крім того, у структурі сучасної економіки зростає роль цифровізації та питань соціальної справедливості. Тому, вартими уваги є не лише загальні характеристики фінансової політики, а й специфічні регуляторні заходи та податкові стимули підтримки інновацій та технологічного розвитку. У свою чергу, в контексті сталого розвитку фінансова політика може бути використана для зменшення нерівності через прогресивне оподаткування та соціальні програми, стимулювання сталих технологій та перехід до низьковуглецевої економіки. З огляду на наявні виклики на державному рівні важливо постійно оновлювати фінансову політику, щоб забезпечити сталий розвиток, соціальну справедливість та екологічну стійкість, а отже, враховувати міжнародні аспекти та провідні практики фінансової політики і співпрацювати з іншими країнами для досягнення спільних цілей.

Фінансова політика для сприяння зростанню змінюється залежно від економічної ситуації та часових рамок. У довгостроковій вона повинна бути спрямована на збереження державного боргу на прийнятному рівні. У короткостроковій перспективі оптимальна фінансова позиція змінюється: жорсткість є доцільною для країн зі значним фінансовим дефіцитом, а фінансова експансія доречна для країн, які досягли фінансової стабільності, але зазнають серйозних економічних спадів. Крім того, фінансова експансія може бути виправданою в країнах з низьким рівнем доходу та стійким макроекономічним становищем, які бажають підтримати більші державні витрати в рамках своїх стратегій скорочення бідності.

На практиці для фінансової політики характерні різноманітні прояви та заходи у різних країнах в контексті подолання наслідків пандемії COVID-19. Наприклад, у **Бельгії** застосовувалися заходи прямої підтримки. Уряд упровадив практику надання державних гарантій за більшістю нових додаткових кредитів і кредитних лі-

ній з максимальним терміном погашення 12 місяців, наданих банками, за винятком позик рефінансування. Також було застосовано відстрочення податкових платежів фізичних та юридичних осіб, податків з доходів корпорацій. Крім того, було накладено тимчасовий мораторій на подання заяв про банкрутство для компаній, які перебувають у фінансовій скруті через коронакризу. Це дало змогу організувати захист цих компаній від імовірного викупу. Поряд із державними інструментами застосовувалися певні стимули на приватному рівні. Зокрема, відстрочка платежів та зниження комісій, запропонованими банками та страховими компаніями для наступних цільових груп: нефінансових корпорацій, МСП та самозайнятих осіб, які або не мали заборгованості за платежами, або мали заборгованість менше 30 днів. Максимальна тривалість відстрочки за кредитом сягала 9 місяців (винятки для життєздатних фірм). Для компаній, які постраждали від кризи COVID-19, було надано можливість отримати відстрочку платежу для всіх премій, термін погашення яких настає з 30.03.2020 до 30.09.2020¹.

У Данії з початку пандемії застосовано механізм відтермінування виплат. Зокрема, з'явилася можливість відтермінувати сплату ПДВ для великих компаній. Як великі, так і малі та середні компанії можуть відстрочити сплату податків з доходу джерела та внесків на ринку праці. Також у країні запроваджено механізм державних гарантій. Наприклад, було введено державні гарантії 80 % вартості нових банківських позик для суб'єктів, які зазнають падіння прибутку щонайменше на 50 %. Збільшення схем позик під державну гарантію мало такий вигляд: для великих компаній гарантійна схема розширена до 25 млрд датських крон; для малих і середніх компаній гарантійна схема розширена до 17,5 млрд датських крон. Пряма підтримка підприємств, які страждали від наслідків пандемії COVID-19 також реалізовувалася на основі механізму прямих компенсацій. Уряд компенсував постійні витрати (від 25 до 80 %), що покривають компанії з великим падінням обороту внаслідок COVID-19. Постійні витрати для компаній, вимушених тимчасово закрити, покривалися повністю. Компенсація заробітної плати працівникам, які перебували на лікарняних у зв'язку з карантинном через коронавірус, відбувалася за рахунок спеціальних державних фондів у повному масштабі. Також мало місце полегшення доступу до додаткової допомоги по безробіттю для того, щоб співробітники мали змогу розділити штатні посади, одержуючи додаткову допомогу по безробіттю на вигідних умовах.

Для датських банківських установ було оновлено постковідні стандарти кредитування. Зокрема, на основі цих стандартів банкам надано можливість відмовитися від звичайних процедур кредитування, надаючи обґрунтовану додаткову ліквідність на короткий тимчасовий період домогосподарствам і корпораціям із міцним кредитним статусом. Для вразливих і слабких клієнтів банки повинні були, як і раніше, проводити оцінку кожного окремого випадку².

¹ Belgium. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_belgium.en.html.

² Denmark. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_denmark.en.html.

В Естонії Фонд страхування на випадок безробіття відшкодовував витрати на оплату праці тим роботодавцям, діяльність яких була перервана через надзвичайні обставини в результаті пандемії COVID-19. Крім того, на державному рівні було затверджено компенсацію заробітної плати для працівників – до 50 % від попередньої місячної валової заробітної плати. Для нефінансових корпорацій діяла компенсація прямих витрат на культурно-спортивні та інші заходи, скасовані через коронавірус. На державному рівні було передбачено продовження термінів подання наглядової звітності у разі неможливості дотримання терміну в кожному конкретному випадку, також з урахуванням рекомендацій європейських та міжнародних організацій¹.

В Іспанії на період пандемії було встановлено нульову ставку ПДВ, що застосовується до постачання медичних матеріалів національними виробниками державним установам, некомерційним організаціям і лікарням. Також у країні мало місце відстрочення сплати податків на 6 місяців і без сплати процентів перші три місяці, потім з продовженням на 4 місяці.

Реалізовано програму припинення діяльності самозайнятих працівників. У контексті кризи у сфері охорони здоров'я, спричиненої COVID-19, було запроваджено інші пільги як звичайного, так і надзвичайного характеру, щоб полегшити економічну ситуацію, спричинену самозайнятим особам у боротьбі з цією кризою. Компанії та самозайняті працівники, включені до будь-якої системи соціального забезпечення, або ті, хто уповноважений діяти через Систему електронної передачі даних у сфері соціального забезпечення (Система RED), за умови, що у них немає іншої чинної відстрочки, могли вимагати відстрочення сплати боргів із соціального страхування.

Нова категорія гарантійних операцій, визначена в поправці до договору зустрічної гарантії, включає всі фінансові гарантійні операції для фінансування оборотного капіталу, які надаються МСП, котрі постраждали від ситуації, створеної COVID-19. Додаткові гарантії в розмірі до 2 млрд євро надаються через Іспанську експортно-кредитну компанію (CESCE) для фінансових установ з метою надання нових кредитів на оборотний капітал експортним компаніям².

У Фінляндії було запроваджено багаторівневу систему підтримки бізнесу та фінансового сектору. Так, на початковому етапі Центр економічного розвитку, транспорту та навколишнього середовища надав пряму допомогу в розмірі 200 млн євро для представників МСП та компаній середньої капіталізації. Пряма допомога в розмірі 123 млн євро була надана ресторанному бізнесу. Допомога поділялася на дві частини: для покриття збитків через карантин і для повторного працевлаштування. Підтримка спрямовувалася на покриття витрат підприємств, які зазнали помітного зниження обороту через коронавірус. Метою підтримки було зменшення кількості

¹ Estonia. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_estonia.en.html.

² Spain. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_spain.en.html.

компаній, яким загрожувало банкрутство, шляхом забезпечення безперервності господарської діяльності та підтримки фінансової виробничої спроможності.

Третій раунд грантової підтримки передбачав компенсації для представників ресторанної індустрії. Також було відкрито грант на підтримку витрат підприємств, які зазнали помітного зниження обороту через коронавірус і мали витрати, які важко коригувати. Створено умови для компенсації 100 % витрат на заробітну плату та 70 % інших постійних витрат представників ресторанної індустрії. Передбачено компенсацію при закритті для великих і середніх компаній із не менше ніж 50 співробітниками. Компанії отримували змогу подати заявку на компенсацію закриття, якщо їхні приміщення були тимчасово закриті для клієнтів у період COVID-19 відповідно до закону чи офіційного розпорядження, а оборот зменшився більше ніж на 30 % у календарних місяцях періоду закриття порівняно з відповідним періодом 2019 р. Компенсація за закриття призначалася для ресторанів та інших компаній громадського харчування, а також спортивних споруд, тренажерних залів, громадських саун, басейнів і спа-центрів, критих ігрових майданчиків¹.

У Греції МСП, які фінансово постраждали внаслідок кризи COVID-19, отримали субсидії на сплату процентів за наявними кредитами на термін від трьох до п'яти місяців за умови, що ці кредити були ефективними станом на доковідний період. Підприємства, які мали право на цей захід, визначалися на основі коду їх діяльності (або були закриті на підставі розпорядження уряду, або істотно постраждали від кризи). Підприємства, на які поширювалася дія заходу, мали зберегти загальну чисельність своєї робочої сили (включаючи призупинені трудові договори). Загальні бюджетні витрати оцінювалися в 750 млн євро. Загальні процентні витрати, що покривалися кожною компанією, не перевищували 800 тис. євро.

Уряд Греції надав 25-відсоткову знижку на виплату встановленої податкової заборгованості, термін погашення якої наставав з березня по червень 2020 р., за умови вчасної сплати. Така ж знижка діяла при оплаті розстрочок за іншими податковими угодами. Податкові зобов'язання з ПДВ виключалися. Ця знижка надавалася для стимулювання своєчасних платежів, попри можливість відтермінування платежів без будь-яких процентів і комісій.

Підприємства, котрі тримали цінні папери (переказні векселі, чеки) і на які фінансово впливала можливість емітентів відстрочити їх виплату, могли відтермінувати сплату податкових зобов'язань і внесків на соціальне страхування навіть якщо не були включені до списку постраждалих підприємств, на основі коду їхньої діяльності. Суб'єкти господарювання, що є власниками цінних паперів туристичної галузі, могли відстрочити сплату податкових зобов'язань².

В основі ефективних практик та заходів монетарної політики лежить широкий спектр інструментів для досягнення економічної стабільності, сприяння розвитку

¹ Finland. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_finland.en.html.

² Greece. Measures taken in response to coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/countries/html/esrb.covidpmc_greece.en.html.

та реагування на зміни в економіці. Традиційно монетарна політика має на меті контроль рівня інфляції та забезпечення цінової стабільності за допомогою інструментів процентної ставки й регулювання обсягу грошової маси. Вибір ефективних інструментів монетарної політики створює основу для стабілізації фінансових ринків та підвищення дієвості системи управління ризиками, що є вирішальним у світлі фінансових криз та ринкових коливань.

На рівні національної економіки ефективна монетарна політика – важлива складова стратегічної політики центральних банків у частині емісії цифрових валют та запровадження цифрових платіжних систем. Крім того, розвиток фінансових технологій, на зразок блокчейну і криптовалюти, вимагає переосмислення монетарної політики та регуляторних підходів. Відповідно, диверсифікація та модернізація інструментів монетарної політики дають змогу поєднати досягнення макроекономічних цілей із подоланням численних викликів у суспільстві. Тому актуалізується координація зусиль та дієвих інструментів різних держав у частині реалізації пріоритетів монетарної політики.

Ефективність застосування окремих інструментів монетарної політики залежить від стійкості банківської системи. Наприклад, за умов, коли кредити на критичних умовах стали серйозною проблемою, влада може зменшити свою залежність від певних інструментів, котрі покладаються на ринкову реакцію на процентні ставки, і використовувати більш прямі інструменти, такі як резервні вимоги. Також потрібно враховувати те, що з історичних причин країна може звикнути до певних інструментів, які значно впливають на ринкову поведінку й очікування, що ускладнює їх зміну (Baliño, 1997).

Таким чином, широкий спектр інструментів монетарної політики відображає численні цілі – як макроекономічні, так і мікроекономічні, котрі ставлять центральні банки, а також обмеження на шляху до досягнення поставленої мети. Крім того, низка структурних та інституційних аспектів (структура платіжної системи, структура грошового ринку, надійність банківської системи) слугують як цілями, так і обмеженнями для проведення грошово-кредитної політики.

В Україні діють Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, які дають змогу проаналізувати структуру та параметри економічної безпеки, а також взаємозв'язки між сектором державних фінансів і монетарним сектором України¹. Варто зауважити, що відповідна класифікація дає змогу розрізнити й розрахувати індикатори, притаманні кожній сфері економіки. Відповідно, існує перспектива обґрунтування ключових характеристик кожної з ключових сфер та галузей. Однак, з огляду на складність наведеного аспекту досліджень, важливо звернути увагу на дослідження окремих вітчизняних вчених, котрі поряд із задекларованою структурою економічної безпеки виокремлюють також інші важливі компоненти. Зокрема, відзначається вирішальне значення для успішного фінансу-

¹ Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>.

вання розвитку та зростання національної економіки виокремлення складових монетарної та фіскальної безпеки. У дослідженні О. Молдована зроблено акцент на структурних елементах саме фіскальної безпеки в Україні (Moldovan, 2020).

Відповідно до наведеного підходу до фіскальної безпеки держави можна віднести ключові елементи, які характеризують ефективність публічного сектору: бюджетна безпека; безпека позабюджетних фондів; податкова безпека; митна безпека; боргова безпека; безпека місцевих фінансів; безпека фінансів державних підприємств та банків. У контексті аналізу монетарної безпеки можна виокремити валютну й грошово-кредитну безпеку. Відповідно, оцінюються результативність уже реалізованої монетарної політики та потенціал застосування інноваційних інструментів монетарної політики в майбутньому.

Національна безпека є найвищим рівнем в ієрархії безпеки та передбачає охоплення всіх ключових сфер соціально-економічного розвитку країни, поряд із військовою та політичною безпекою тут звертається увага також на екологічний аспект розвитку. Це доводить важливість врахування безпекового аспекту під час оцінки потенціалу для сталого розвитку та зростання. На наступному рівні розглянуто економічну безпеку, як сукупність безпекових можливостей для систематичного та рівномірного розвитку ключових сфер господарювання. Зокрема, належна увага приділяється безпеці впровадження інновацій в енергетиці, що є однією з ключових компонентів сталого розвитку. У загальному розумінні фінансова безпека проявляється у формі своїх структурних елементів. Відповідно, фінансова безпека розглядається на рівні окремих регіонів, суб'єктів бізнесу та домогосподарств.

Проте на рівні держави фінансова безпека проявляється з огляду на окремі функції, а саме безпековий аспект монетарної політики, безпеку діяльності на страховому ринку, фінансову безпеку фондового ринку, безпеку ведення інвестиційної діяльності та операцій у межах банківської системи, валютну та боргову безпеку. Тобто фінансова безпека на рівні держави окреслює достатньо широкий спектр базових функцій, які дають змогу оцінити результативність безпекової системи на національному та міжнародному ринках.

У свою чергу, фіскальна безпека теж має достатньо складну структуру та комплексний характер. Зокрема, на національному рівні ключовою компонентою є безпека фінансових надходжень, що характеризує можливості залучення фінансових ресурсів із широкого спектра альтернативних джерел. Поряд із зазначеним також важливо звернути увагу на потенціал держави в частині підтримки ключових соціальних та економічних процесів, доцільність здійснення конкретних державних витрат та виділення ресурсів для реалізації окремих проектів. Фіскальна складова безпеки втілюється не лише на внутрішньому, а й на зовнішньому рівні через систему міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин.

Висновки до розділу 23

Розгляд координації фіскальної та монетарної політики в окремих країнах в умовах пандемії свідчить про наявність як певних закономірностей (безпрецедентне зростання невизначеності й комбінована дія шоків попиту-пропозиції, додат-

кові бюджетні асигнування, податкові пільги, відтермінування податкових і страхових платежів, зниження ЦБ процентних ставок, застосування нетрадиційних заходів монетарної політики, купівля державних/приватних активів, активна політика підтримки ліквідності на ключових ринках, кредитування фінансових установ, застосування програми стимулювання цільового кредитування, диспропорції між заходами прямої бюджетної підтримки та умовними зобов'язаннями, попит на держгарантії нижче анонсованих пакетів), так і специфічних характеристик. Серед них – зважена, поміркована, агресивна чи послідовна-непослідовна монетарна або фінансова політика, акцент на фінансовій політиці (витратах держбюджету), заходах монетарної політики, наявність гібридних фінансово-монетарних заходів чи інструментів, котрі можна віднести як до фінансової, так і монетарної політики, розширення програм кількісного пом'якшення переважно в розвинутих країнах і окремих країнах, що розвиваються.

У міжнародній практиці спосіб налагодження координації між фінансовою та монетарною політикою залежить насамперед від ряду специфічних факторів, характерних для кожної країни, та рівня її інституційного розвитку. Країни з жорсткішим інституційним поділом монетарних і фінансових цілей та інструментів, а також більш розвинутим фінансовим ринком досягають гармонізації фінансової і монетарної політик з опорою переважно на ринкові механізми та міжвідомчі консультації. Формальні механізми (інструменти) взаємодії потрібні й більш важливі для країн, що не мають достатньо глибокого фінансового ринку чи усталених традицій його функціонування.

Аналіз ситуації з координацією монетарної та фінансової політики у світі засвідчує, що взаємозв'язок між ними вважався само собою зрозумілим і необхідним аж до моменту появи та загального сприйняття ідеї політичної та оперативної незалежності центральних банків. Керівники центральних банків як в економічно розвинутих країнах, так і в країнах з ринком, що розвивається, чітко усвідомлюють, що обставини, котрі визначають незалежність центральних банків, змінилися в постковідному світі. Поступово стає зрозумілим, що центральні банки не можуть обмежуватися лише однією метою, а світова фінансова криза та пандемія коронавірусу (доповнена війною росії проти України) різко повернули до порядку денного питання координації монетарної та фінансової політики. Причому якщо в розвинутих економіках це було пов'язано насамперед із занепокоєнням урядів щодо управління своїм боргом в умовах нульових ключових процентних ставок, то для країн з висхідними ринками актуальнішим були питання спільного підтримання економічного зростання.

Необхідність подолання коронакризи стимулювала центральні банки до стрімкого повернення “нетрадиційної фінансової та монетарної політик”. Останні передбачали впровадження стимулюючих бюджетних програм, активно підтримуваних “неконвенціональною монетарною політикою”. Одними з найбільш поширених напрямів її застосування виступали:

- інтенсивне рефінансування банківських та інших фінансових установ шляхом різкого збільшення обсягу їх пільгового кредитування, що проявлялося

у переході від надання короткої ліквідності до вливання кількарічного фінансування; зменшення його вартості; розширення кола заставних інструментів та уповноважених фінансових позичальників;

- підтримка урядових програм шляхом викупу державних та муніципальних цінних паперів; розширення переліку таких паперів; цільового рефінансування контрагентів центральних банків з метою спрямування емітованої ліквідності на потреби визначених центральним і місцевими урядами фокус-отримувачів;
- допомога національному бізнесу шляхом викупу його цінних паперів; розширення переліку таких паперів; пом'якшення банківських та регулятивних нормативів для активізації внутрішнього кредитування; надання окремої фінансової підтримки найуразливішим формам бізнесу (мікро-, малим та середнім підприємствам), а також найменш захищеним домогосподарствам та верствам населення, включаючи частково й самозайнятих працюючих;
- мінімізація незадоволеного попиту на іноземну валюту шляхом здійснення своп-операцій та узгодження програм фінансової підтримки з МВФ.

Зазначена політика дала змогу пом'якшити економічні наслідки коронакризи та прискорити процес виходу з неї. У цьому розумінні головні цілі антикризових заходів було, безумовно, досягнуто. Про це, зокрема, свідчить динаміка реального ВВП. Так, якщо упродовж двох років до коронакризи (2018–2019 рр.) середні темпи зростання виокремленої групи становили 3,1–2,2 %, а у рік введення масового локдауну спостерігалось падіння (–4,6 %), то у 2021–2022 рр. середні темпи реального ВВП прискорилися до 6,5–3,5 %.

Загалом доходимо висновку щодо необхідності підтримати позиції тих політичних сил та економічних аналітиків, хто вважає, що безпрецедентний рівень координації, який мав місце під час пандемії, повинен і далі використовуватися для мінімізації довгострокових ризиків. Це повинне стосуватися не тільки ризику економічного відставання окремих країн (тобто сприяння зростанню ВВП), а й ризику технологічного відставання (підтримка інноваційних галузей), екологічного ризику (підтримка “зеленої економіки”) тощо.

Координація фіскальної та монетарної політик повинна підтримуватися конкретними інституційними та операційними механізмами, серед яких можна виокремити такі:

- інституційно завдання фіскально-монетарної координації виконує комітет з управління державним боргом і монетарною сферою, який мав би відігравати важливу роль при узгодженні обсягу випуску боргових зобов'язань уряду на первинному ринку з цілями монетарної політики та допомагати розв'язувати суперечності з питань процентної політики;
- операційно налагоджується обмін інформацією та прогнозування коливань залишків на рахунках уряду (овердрафтів) з центральним банком; такі обміни та комунікації можуть полегшити щоденне коригування відповідних інструментів і досягнення цілей як за резервними грошима, так і щодо випуску боргових зобов'язань уряду;

- спільні зусилля докладаються для розвитку вторинних ринків державних цінних паперів, адже вторинні ринки, що добре функціонують, мають вагоме значення для бюджету країни, оскільки стимулюють попит на державні цінні папери і дають змогу більш-менш рівномірно розміщувати їх; при цьому центральному банку може впровадити ряд заходів для посилення вторинних ринків – створення вікна вторинного ринку або формування системи маркетмейкерів;
- змінюються мандат і поле діяльності Ради фінансової стабільності за рахунок включення до її складу Ради представників економічного блоку Уряду, а також незалежних експертів; розширення питань компетенції РФС питаннями боргової стійкості держави та ризиків ліквідності в реальному секторі економіки; внесення змін до принципів ухвалення рішень, зокрема щодо передбачення механізмів відповідальності за виконання прийнятих рішень.

Для розбудови системи безперервної координації фінансової та монетарної політики в Україні в екстраординарних і кризових умовах потрібне розроблення відповідних програм чи “дорожніх карт” міністерств і відомств, а також законодавчих і нормативних актів, якими чітко визначатимуться напрями співробітництва. При цьому повноцінній координації фінансової та монетарної політики сприятиме обґрунтований вибір інструментів їхньої реалізації. Разом із тим має бути забезпечена синхронізація заходів фінансового регулювання (податково-бюджетного, боргового), грошово-кредитного, валютного регулювання, антиінфляційної політики НБУ і уряду з макроекономічною і структурною (державна підтримка стратегічно важливих для національної економіки галузей і виробництв) політикою держави.

Посилення координації фінансової і монетарної політики має спиратися і на підвищення ефективності системи фінансних правил у країнах з ринками, що формуються, та посилення їхньої ролі у справі забезпечення макрофінансової стабільності. Для цього необхідно: запровадити боргові якорі або боргові ліміти, які даватимуть змогу накопичувати фінансові буфери у сприятливі часи й матимуть механізми зворотного зв'язку з операційними цілями (правилами); забезпечити гнучкість фінансних правил та обмеження поточних видатків держави при гарантуванні захисту державних інвестицій з орієнтацією на прискорення економічного зростання; визначити чіткі способи відновлення дії фінансних правил після застосування положень щодо виходу з них в екстремальних умовах (війни, пандемії, екологічні катастрофи).

ЗАХОДИ ЩОДО ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ ФІСКАЛЬНИХ І МОНЕТАРНИХ ПРАВИЛ У НАЦІОНАЛЬНУ ПРАКТИКУ КООРДИНАЦІЇ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

24.1. Міжнародний досвід державного стимулювання сталого розвитку

Зарубіжна й вітчизняна практики становлення ключових векторів державної політики та формування системи фінансово-економічного регулювання показують, що в контексті реалізації державної фінансової політики визначальними завданнями є: підтримка й підвищення рівня та якості життя, реалізація заходів для зменшення напруженості в суспільстві, поліпшення соціально-економічних індикаторів інвестиційної привабливості. На національному та глобальному рівнях відбуваються структурні трансформації, які дають поштовх переформатуванню державних пріоритетів соціально-економічної політики. Зокрема, змінюються критерії перерозподілу доходів, посилюється стимулювання прогресивних тенденцій розвитку у сфері соціального захисту, змінюються пріоритети стимулювання сфери послуг. Це створює підґрунтя для структурних змін у національній економіці, посилення її інклюзивності, що забезпечує базис для підвищення темпів соціально-економічного зростання, а також конкурентоспроможності економіки країни на міжнародних ринках.

Держава володіє досить широким арсеналом фінансових важелів. Тому вона має можливість вживати дієві заходи для збалансування людського розвитку, зокрема з метою підвищення рівня життя незаможних верств населення, запобігання бідності (Кириленко (ред.), 2010). Існуючі підходи до наукового обґрунтування фінансового забезпечення для збалансування людського розвитку дають підстави для визначення меж застосування державних фінансів. Так, фінансова підтримка для досягнення цілей збалансованого людського розвитку забезпечується за рахунок поєднання зусиль національних урядів і міжнародного співтовариства (табл. 24.1).

Важливо враховувати співвідношення потенціалу державного фінансового забезпечення ринкової економіки та суспільної функції фінансів.

Таблиця 24.1

Фінансова підтримка в рамках цілей збалансованого розвитку

Заходи фінансової підтримки	Відповідальність за впровадження		Наявність у цілях збалансованого розвитку	
	Уряди країн	Міжнародна спільнота	Усі цілі	Окремі цілі
Зобов'язання розвинутих країн із надання допомоги країнам, що розвиваються, 0,7 % та найменш розвинутих країнам 0,15–0,2 % валового національного доходу		X	X	
Мобілізація фінансових ресурсів для країн, що розвиваються		X		Ціль 1
Допомога країнам, що розвиваються, у фінансуванні за рахунок позикових коштів, полегшення боргового тягаря		X	X	
Застосовування інвестицій для найменш розвинутих країн	X	X	X	
Збільшення інвестування шляхом активізації міжнародного співробітництва (сільська інфраструктура, дослідження, технології)	X	X		Ціль 2
Істотне збільшення фінансування охорони здоров'я	X	X		Ціль 3
Надання найменш розвинутих країнам фінансової допомоги в будівництві з використанням місцевих екоматеріалів		X		Ціль 11
Виконання зобов'язань Рамкової конвенції ООН про зміну клімату щодо щорічної мобілізації до 2020 р. 100 млрд дол. США з усіх джерел для задоволення потреб країн, що розвиваються		X		Ціль 13
Мобілізація фінансових ресурсів з усіх джерел із метою збереження біологічного різноманіття та екосистем	X	X		Ціль 15

Складено за: (Запатріна, 2018).

Згідно з рекомендаціями класиків фінансової науки й висновками сучасників, виокремлюємо три ключові функції суспільних фінансів: забезпечення суспільних благ (алокаційна функція), підтримка справедливого розподілу (дистрибутивна) та регулювання економіки (стабілізаційна). З огляду на наведені функції можуть бути виокремлені функції й інструментарій державного фінансового забезпечення збалансованого людського розвитку (табл. 24.2).

Зважаючи на тенденції розвитку сучасного суспільства, спостерігаємо збереження ключових позицій держави в контексті регулювання людського розвитку, посилення його фінансового забезпечення з метою подальшого збалансування. Водночас сучасна держава як суб'єкт економічних відносин поряд із керуючою функцією виконує регульовну. Адже, крім необхідності прямого втручання в соціальну сферу, важливою передумовою збалансованого людського розвитку наразі є державні заходи стимулювання соціально відповідальних суб'єктів економічних відносин із метою активізації їх ділової активності, нівелювання ефекту високих витрат та невизначеності досягнутого результату. Це пов'язано з тим, що ринок не здатний самостійно вирішити питання ризикових інвестицій у соціальну сферу, тому зазначені функції змушена взяти на себе держава.

Таблиця 24.2

**Функції та інструментарій державного фінансового забезпечення
збалансованого людського розвитку**

Функція	Бюджет	Соціальне страхування
Перерозподіл доходів і майна домашніх господарств	Програми трансфертів на користь бідних; пільгове житлове кредитування; оподаткування доходів та майна фізичних осіб; бюджетні трансферти депресивним регіонам та галузям національної економіки	Сплата загальнообов'язкових страхових внесків, розмір яких не відповідає очікуваним виплатам; виплата страхових премій, що не відповідають розмірам сплачених внесків
Забезпечення населення суспільними послугами	Гарантії для забезпечення рівномірного доступу людей до суспільних послуг; розвиток соціальної інфраструктури; дотації та програми пільгового оподаткування товарів і послуг	Надання населенню послуг зі страхування найбільших суспільних ризиків, що спричиняють бідність
Стимулювання економічного розвитку	Сприяння підвищенню рівня зайнятості; мінімізація інфляції на суспільно важливі товари й послуги; створення умов для самозайнятості населення; підтримка бізнесу	Стимулювання умов страхування, які спонукають людей до продуктивної діяльності; підтримка соціальних програм суб'єктів бізнесу

Складено за: (Кириленко (ред.), 2010).

Через невизначеність ринкового середовища держава дедалі частіше з учасника фінансового забезпечення людського розвитку перетворюється на регулятора на національному рівні. Для задоволення соціально-економічних потреб вона використовує як прямі, так і непрямі інструменти посилення фінансового забезпечення збалансованого людського розвитку. Результатом застосування державних інструментів прямої дії є адресна підтримка для досягнення цілей збалансованого людського розвитку. Такі інструменти асоціюються з бюджетними фінансовими потоками, високими супутніми ризиками й адміністративними витратами.

Однією з функцій держави є бюджетне фінансування соціальної сфери та підтримання належного рівня соціальної інфраструктури. Адже початковими рушійними силами людського розвитку є видатки державного та місцевого бюджетів на освіту, охорону здоров'я, соціальний захист і культуру. У результаті розподілу бюджетних надходжень формуються цільові державні фонди. Кошти цільових фондів призначено для фінансування пріоритетних напрямів соціальної політики уряду, а саме: розвитку державного страхування на випадок безробіття, формування ресурсів для соціальних виплат (народження, поховання, пенсійне забезпечення), створення фондів для виплат субсидій, мобілізації ресурсів для фінансування природоохоронних та інших соціальних заходів¹.

Досягнення пріоритетів інноваційної діяльності й розвитку на національному рівні також неможливе без участі держави, яка одночасно може бути безпосереднім учасником інноваційного процесу або регулятором взаємозв'язків між іншими суб'єктами, що провадять інноваційну діяльність на національному та міжнарод-

¹ Swedish development cooperation. This is how it works / Swedish International Development Cooperation Agency. Stockholm : SIDA, 2017. 14 p.

ному рівнях. При цьому в процесі приведення системи державного управління у відповідність із вимогами інноваційної моделі економічного зростання в центрі уваги має бути не так створення додаткових органів управління, як реорганізація й уточнення функцій діючих із метою забезпечення структурної повноти механізму державного управління, системної взаємодії між його елементами, підвищення професійної компетенції управлінських кадрів. Отже, участь держави у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційної діяльності та розвитку кардинально відрізняється по країнах світу й залежить від специфіки та етапу життєдіяльності національної інноваційної системи.

Пандемія COVID-19 мала низку кризових наслідків як для економіки, так і для соціальної сфери на міжнародному та національному рівнях. Відповідно, постала потреба в додаткових дослідженнях із метою пошуку потенційно дієвих заходів для соціально-економічного відновлення в контексті монетарної й фінансової політики. Однак під час розроблення оновленої фінансової та монетарної політики України важливо враховувати потребу в повоєнному відновленні й перезапуску кожної з ключових сфер господарювання. Тому, поряд із розбудовою внутрішньої стратегії, варто спиратися на пріоритетні напрями підтримки, запропоновані міжнародними організаціями. Зокрема, експерти МВФ затвердили такі компоненти для реалізації програми відновлення економіки України¹.

Фінансова політика. У найближчій перспективі її слід переорієнтувати на забезпечення достатніх ресурсів для пріоритетних видатків, підтримки міцної бази податкових надходжень і збереження фінансової й боргової стійкості. Для підтримки раннього відновлення та соціальних видатків у середньостроковій перспективі фокус буде зміщено на розроблення стратегії національних доходів, поступове відновлення середньострокового бюджетного планування та посилення управління державними інвестиціями.

Монетарна й валютно-курсова політика. Ключовим пріоритетом у цій сфері є підтримка стійкої дезінфляції та стабільності обмінного курсу, у т. ч. шляхом підтримання достатнього рівня золотовалютних резервів і виваженого управління надлишком ліквідності воєнного часу.

Реформування фінансового сектору. Політика має бути спрямована на збереження фінансової стабільності та підготовку до повоєнного відновлення, включаючи планування на випадок надзвичайних ситуацій, банківську діагностику, а також вирішення питань проблемних банків і непрацюючих активів.

Реформи в царині державного управління та стимулювання економічного зростання. Створення незалежних і ефективних антикорупційних інституцій сприятиме подальшому поліпшенню управління та зміцненню довіри громадськості й донорів до майбутньої реконструкції. Поглиблення інтеграції з єдиним

¹ A new IMF program will support the authorities to stabilize the economy and help speed Ukraine's recovery and reconstruction / IMF European Department. Ukrainian Team. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/04/05/cf-amid-war-ukraine-is-maintaining-macroeconomic-stability-and-embarking-on-reforms>.

європейським ринком і виконання вимог щодо вступу до ЄС матимуть вирішальне значення для реалізації довгоочікуваних інституційних та структурних реформ.

Політика розбудови фінансової стратегії та відновлення боргової стійкості. Програма уряду допоможе відновити боргову стійкість за рахунок реструктуризації як офіційного, так і зовнішнього комерційного боргу. Ці заходи, разом зі значним пільговим зовнішнім фінансуванням та збільшенням внутрішнього фінансування за рахунок продажу боргових зобов'язань, допоможуть владі задовольнити свої потреби у фінансуванні протягом періоду дії програми.

Відповідно, для ефективної реалізації фіскальної й монетарної політики в контексті постковідного та повоєнного відновлення економіки України важливо враховувати як внутрішні фактори, так і зовнішні прогресивні практики та інструменти впливу на соціально-економічний розвиток.

24.2. Використання фіскальних правил

Після завершення війни й пандемії відновлення здорових рамок фіскальної політики вимагатиме як модифікації конструкції фіскальних правил в Україні, так і пошуку ефективних механізмів їх імплементації. У процесі вдосконалення системи фіскальних правил слід керуватися ключовими принципами їх побудови, апробованими найкращою міжнародною практикою, як-от: спрямованість фіскальних правил на цілі забезпечення боргової стійкості; можливості проведення антициклічної фіскальної політики з опорою на фіскальні правила; простота для розуміння, моніторингу та імплементації фіскальних правил; максимальне інституційне охоплення фіскальними правилами (поширення правил на сектор загального державного управління чи державний сектор у цілому) (Eyraud et al., 2018).

В умовах подолання впливів пандемії COVID-19 та протидії російській військовій агресії в Україні постала нагальна потреба в упровадженні нових, надзвичайних, не передбачених нормативними документами, підходів до управління державними фінансами. Через зниження спроможності приватного сектору економіки й домогосподарств продукувати достатні доходи для самовідтворення посилювався тиск на державні фінанси, що викликало необхідність значного розширення функцій держави. Водночас загострилися ризики фінансового забезпечення державних витрат. Потрібно було пристосуватися до управління державними фінансами в період війни, що істотно відрізняється від управління в мирний час.

Фіскальні правила є одним із важливих механізмів управління бюджетними операціями. Вони використовуються для спрямування діяльності органів державного управління на проведення фіскальної політики, покликаної забезпечити стійкість бюджетної системи до викликів, що позначаються на розвитку економіки, розв'язанні соціальних завдань, а також геополітичних впливів. Урахування фіскальних правил при проведенні фіскальної політики набуває великого значення не лише в періоди погіршення економічної ситуації та загострення соціальних ризиків, а й під час посилення зовнішніх загроз. Їх виважене застосування стає необхідним і для впровадження програм відновлення країни, і для вжиття заходів прискорення економічного зростання.

Фіскальні правила застосовуються в багатьох зарубіжних країнах. Особливої ваги вони набули в ЄС, де формування та використання публічних бюджетів здійснюється в кожній окремій країні-члені, а грошово-кредитна політика проводиться на рівні Євросоюзу. Органи управління ЄС виконують лише функції координації фіскальної політики з метою утримання стабільного стану державних фінансів і недопущення загострення ризиків, що чинитимуть негативні впливи на розвиток як Євросоюзу загалом, так і кожної країни, яка входить до його складу. Важлива роль у такій координації відводиться використанню фіскальних правил. Їх упровадження передбачено нормативними документами, прийнятими в ЄС, положення котрих рекомендовано враховувати при проведенні фіскальної політики на рівні національних економік.

Фіскальні правила, що використовуються в ЄС протягом багатьох років, являють собою досить складні фіскальні механізми, які охоплюють граничні (критичні) показники бюджетних агрегатів, котрих рекомендовано дотримуватись при виконанні публічних бюджетів на рівні національних економік; перелік механізмів, що мають застосовуватися для їх упровадження, а також процедур, які визначають послідовність їх застосування. Передбачено також порядок розкриття інформації та звітування щодо імплементації таких механізмів. Суттєвих змін фіскальні правила зазнали в період подолання наслідків пандемії COVID-19 і війни рф проти України (яка чинить негативний вплив не лише на держави Європи, а й на всю світову спільноту). Водночас законодавчі й управлінські документи в ЄС виявилися занадто складними для застосування у випадках виникнення непередбачених обставин. Це пояснюється не лише трактуванням показників дотримання фіскальних правил (зокрема, застосуванням досить складних розрахунків структурного балансу, урахуванням можливих відхилень від індикаторів показників балансу, допустимих темпів зниження державного боргу протягом встановленого періоду, вимог стосовно поліпшення показників структурного балансу), а й отриманням керівними органами ЄС (Європейською радою та Єврокомісією) досить широких повноважень щодо надання вказівок державам-членам із питань дотримання фіскальних правил, а також оцінювання результатів їх упровадження.

В ЄС для забезпечення дотримання фіскальних правил передбачено такі бюджетні процедури, як застосування середньострокових бюджетних рамок, прийняття бюджетних цілей, регулювання відхилень від них, використання контрольного показника видатків, циклічне коригування правила балансу (врахування циклічних і дискреційних змін, додержання правил збалансування бюджету), застосування процедури значного відхилення (попередження), процедури подолання допущеного надмірного бюджетного дефіциту, вжиття заходів превентивного коригування, коливання показників державного боргу в періоди рецесії та економічного зростання, обмеження заходів проциклічного регулювання, підтримка автоматичної стабілізації, забезпечення прозорих процедур і залучення незалежних фінансових рад (для підвищення довіри суспільства до фіскальної політики).

У період подолання нападів пандемії COVID-19 виявилось, що фінансові правила обмежували можливості урядів щодо фінансового забезпечення протидії її впливам. Тому у 2020 р. було прийнято рішення про тимчасове скасування процедури фінансового нагляду з боку керівних органів ЄС. А в квітні 2023 р. Єврокомісія запропонувала провести реформу управління в ЄС, яке передбачає спрощення фінансових правил і посилення підтримки інвестицій. Наголошувалося, що фінансові правила повинні стати гнучкішими, а не спрямовуватися на посилення обмежень у сфері проведення фінансової політики (Euraud, & Wu, 2015).

Використання номінальних (цифрових) показників фінансових правил можна вважати доцільним переважно на середньостроковий період. Стосовно поточних завдань слід зауважити, що вони мають коригуватися з урахуванням ступеня економічного й соціального розвитку кожної окремої країни. Можливі певні відхилення від прийнятих індикаторів, проте важливо забезпечити рух у бік досягнення рекомендованих показників.

Заходи з подолання наслідків пандемії COVID-19 в ЄС (яка призвела до втрати 6,1 % ВВП) зумовили потребу в значному збільшенні державних витрат, для покриття яких застосовувалися механізми експансії в монетарній і фінансовій сферах. У 2020 р. Єврокомісія призупинила виконання вимог дотримання дефіциту в розмірі 3 % та боргу на рівні 60 %. Таким чином, було розширено фінансовий простір (на користь стимулювання соціальної підтримки) для пом'якшення економічної кризи. Постало завдання здійснити реформування фінансових правил, тепер уже з урахуванням наслідків пандемії й війни. Зміни в застосуванні фінансових правил, впроваджені раніше, а саме посилення моніторингу та нагляду за проведенням фінансової політики в державах-членах, виявилися недостатніми. Фінансові правила залишаються надто складними, непрозорими й незрозумілими, тому їх дотримання стало практично неможливим. Отже, необхідне їх подальше реформування¹.

Зазначалося, що фінансові правила потребують спрощення, а також адаптації для виконання завдань щодо обмеження бюджетного дефіциту та державного боргу з урахуванням ситуації в країнах-членах. Очікувалося, що фінансові правила будуть допускати певну гнучкість, потребувати підвищення ефективності застосування, а також посилення відповідальності органів державного управління за їх дотримання. Крім того, передбачено можливість їх перегляду (за умов погодження з Єврокомісією). Згідно з керівними принципами оновлення фінансових правил в ЄС, їх застосування має допускати узгоджені (з органами управління Євросоюзу) та впорядковані тимчасові відхилення від жорсткого дотримання їхніх вимог країнами-членами в разі настання загальної кризи в ЄС і зростання невизначеності змін макроекономічних та бюджетних показників. Країнам, де виявляються значні або навіть помірні виклики утриманню державної заборгованості в рамках правил, рекомендується прийняти реальні фінансові цілі, які спрямовують на поступове зменшення допущеного надмірного бюджетного дефіциту й державної заборгова-

¹ Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>.

ності, а також забезпечити дотримання вимог фіскальних правил у середньостроковому періоді. Передбачається, що при управлінні застосуванням фіскальних правил у ЄС на 2024 р. враховуватимуться зміни економічної ситуації у світі загалом, стан економіки кожної країни-члена, завдання поточного державного управління, а також рекомендації, що містяться в програмах політиків¹.

До основних змін у застосуванні фіскальних правил в ЄС з урахуванням впливів пандемії COVID-19 і війни, розв'язаної росією в Україні, належать:

- призупинення дії фіскальних правил із метою розширення фіскального простору для підтримки економічного й соціального розвитку країни шляхом проведення експансивної фіскальної політики.
- поліпшення застосування фіскальних правил (визначення їх прямих і непрямих індикаторів, спрощення впровадження їх у бюджетний процес, коригування бюджетних агрегатів у ході виконання державного бюджету, послаблення жорстких координаційних дій із боку органів управління ЄС щодо дотримання фіскальних правил при реалізації фіскальної політики в державах-членах).
- ускладнення проведення фіскальної політики шляхом урахування фіскальними правилами не абстрактної, загальної ситуації, що характерна для ЄС у цілому, а особливостей розвитку кожної країни-члена, циклічних змін, інвестиційної діяльності, розв'язання соціальних проблем (що потребує внесення доповнень до показників фіскальних правил) у кожній окремій країні.

За оцінками науковців, фіскальні правила в ЄС, розроблені з урахуванням впливів пандемії COVID-19 та війни РФ проти України, мають стати важливим інструментом стримування зростаючих обсягів державної заборгованості, а також створити належні стимули для підвищення якості державних фінансів і обмеження проциклічної фіскальної політики. Наприкінці 2022 р. Єврокомісією (в контексті реформи економічного управління) було окреслено контури оновлення фіскальних правил у рамках їх реформування. Прогнозні показники зменшення державного боргу, прийняті раніше, було визнано нереалістичними (через утримання низьких темпів економічного зростання). Виявилося, що жодна процедура, яка передбачала стримування боргу, ще не застосовувалася. Тому було запропоновано перейти до посилення диференціації траєкторії скорочення державного боргу для забезпечення її поступового й реалістичного коригування. Важливим є також положення, що реформа фіскальних правил повинна привести до впровадження простішої та ефективнішої системи нагляд².

Міжнародний досвід і експертний аналіз свідчать про те, що для досягнення бажаного ефекту від застосування фіскальних правил, поряд з їх коректною ідентифікацією, потрібні дієві механізми їх імплементації, а саме: заходи автоматичного коригування бюджетної політики при наближенні до граничних показників

¹ The Stability and Growth Pact. URL: <https://www.cvce.eu/en/recherche/unit-content/-/unit/02bb76df-d066-4c08-a58a-d4686a3e68ff/d251a863-9ebf-4537-8b92-a036334ae094>.

² Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework. COM/2022/583 final. 2022. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2022:583:FIN>.

дефіциту/боргу чи порушенні фіскальних правил; інституційні обмеження та персональні санкції для посадових осіб, відповідальних за дотримання фіскальних правил, засоби максимізації репутаційних втрат для уряду або правлячої партії в разі їх недотримання; функціонування незалежних інституцій, зокрема фіскальних рад, які контролюють додержання таких правил і сигналізують про небезпеку порушення діючих фіскальних правил.

З метою формування здорових рамок фіскальної політики України в посткризовий період разом із розширенням периметра боргового ліміту доцільно запровадити такі зміни за напрямом удосконалення конструкції та механізмів імплементації фіскальних правил.

По-перше, в Україні в процесі вдосконалення фіскальних правил необхідно розширити периметр дії боргового ліміту, зафіксованого в Бюджетному кодексі України, від центрального уряду до сектору загального державного управління.

По-друге, для контролю за дотриманням боргового ліміту слід оперувати визначенням валового боргу сектору загального державного управління на основі вимог протоколу 12 Додатку до Договору про функціонування ЄС (TFEU) і Manual on Government Deficit and Debt – ESA Implementation із включенням у склад державного боргу, поряд із позиками і кредитами, категорії “Валюта і депозити” (AF.2).

По-третє, слід залишити кількісне значення боргового ліміту на рівні 60 % річного обсягу ВВП (для валового боргу сектору загального державного управління). У разі перевищення ліміту під дією шоків факторів (або включення положення про відхід від фіскального правила) необхідно запровадити вимогу спадної динаміки валового боргу сектору загального державного управління впродовж 5–10 років до досягнення граничного показника боргу.

По-четверте, варто зберегти кількісне значення правила бюджетного дефіциту на рівні 3 % річного обсягу ВВП, але поширити його дію на сектор загального державного управління. Тобто в процесі оцінки підсумкового річного дефіциту враховувати дефіцити місцевих органів влади й фондів обов’язкового соціального страхування (з дотриманням правил консолідації даних).

По-п’яте, потрібно запровадити механізм автоматичного коригування бюджетної політики шляхом уведення відповідних положень до Бюджетного кодексу України в разі наближення фактичного боргу сектору загального державного управління до кількісного значення боргового ліміту (60 % ВВП) чи перевищення ним цього ліміту.

В Україні при перевищенні гранично допустимого рівня боргу сектору загального державного управління варто було б передбачити такі заходи, відобразивши їх у Бюджетному кодексі України: вимогу до проекту Державного бюджету на відповідний рік, починаючи з року t_1 , забезпечити зниження відносної величини боргу сектору загального державного управління не менше ніж на $1/10$ відхилення фактичного рівня боргу (відносно ВВП) у рік t_0 від гранично допустимого рівня (боргового ліміту), зафіксованого Бюджетним кодексом України; заборону на прийняття Державного бюджету України та місцевих бюджетів із дефіцитом понад 1-2 % ВВП

(за одночасного виконання першої вимоги), за винятком випадків ведення військових дій на території України та спалаху пандемії; заборону для органів державної влади надавати будь-які позики й кредити з держбюджету підприємствам, організаціям і установам, котрі не фінансуються з державного чи місцевих бюджетів; заборону для уряду та місцевих органів влади приймати будь-які нові зобов'язання, що не пов'язані з надходженням коштів до державного бюджету та покладаються на державний, місцевий або гарантований борг; положення про те, що абсолютна сума трансфертів із державного бюджету України Пенсійному фонду на іншим фондам обов'язкового соціального страхування не може перевищувати абсолютну суму трансфертів попереднього року.

У тривалій перспективі за фактичного зменшення боргу сектору загального державного управління нижче 60 % ВВП варто було б включити в законодавство інші заходи автоматичного коригування, які гарантуватимуть дотримання урядом і місцевими органами влади боргового ліміту. Наприклад, якщо борг сектору загального державного управління досягне 55 % ВВП, можна встановити вимогу щодо автоматичного скорочення видатків держбюджету на 3 % та фіксації абсолютного обсягу бюджетних асигнувань головних розпорядників наступного року. При досягненні 57 % рівня державного боргу на Кабінет Міністрів України може бути покладено обов'язок подати збалансований бюджет і розробити пакет заходів для зниження рівня державного боргу.

По-шосте, слід забезпечити регулярне проведення оцінки дотримання фінансальних правил незалежною інституцією – Фіскальною радою або Бюджетним офісом при Верховній Раді України (як передбачено проектом Національного плану відновлення України).

По-сьоме, до обов'язків статистичного підрозділу Міністерства фінансів України треба ввести розрахунок показника чистих первинних видатків сектору загального державного управління, фінансованих із внутрішніх джерел, за методикою, використовуюваною в країнах ЄС. Моніторинг минулих значень цього показника й прогнозування його динаміки на майбутнє у взаємозв'язку з діючою системою фінансальних правил має гарантувати відновлення (збереження) боргової стійкості державних фінансів України за забезпечення захисту від скорочень пріоритетних інвестиційних видатків держави.

По-восьме, на Департамент боргової політики Міністерства фінансів України слід покласти обов'язок проводити кожні півроку аналіз боргової стійкості України (DSA) за стандартами МВФ і Єврокомісії в рамках базового сценарію та сценарію стрес-тестів із включенням прогнозу показника чистих первинних видатків сектору загального державного управління. Цільові значення цього показника повинні відігравати ключову роль при підготовці середньострокової Бюджетної декларації в частині визначення загального ліміту видатків по державному й місцевих бюджетах України, а також їх деталізації в розрізі головних розпорядників бюджетних коштів.

Використовуючи стандартизовану методику DSA міжнародних фінансових організацій як основу, можна вносити до неї певні зміни для розроблення більш

точних і достовірних середньострокових сценаріїв боргової динаміки України. У рамках базового сценарію має бути зроблено реалістичні припущення, у т. ч. з опорою на допоміжні моделі, щодо майбутніх змін первинного дефіциту бюджету, обмінного курсу, процентної ставки, інфляції та темпів зростання реального ВВП. Період прогнозування для аналізу боргової стійкості України може охоплювати період до семи років.

Наші попередні дослідження засвідчили істотну вразливість боргової позиції Уряду України з точки зору як рівня державного боргу, так і потреб держави у фінансуванні (Bogdan, & Jovanovic, 2023). Це означає, що незмінна політика та справдження ключових припущень базового сценарію й сценарію негативного шоку в середньостроковій перспективі підводитимуть країну до боргової кризи. Водночас розвиток подій за сценарієм розширеного позитивного шоку (більша частка грантового фінансування та полегшення боргового навантаження в ході реструктуризації боргу) з високою ймовірністю забезпечить макрофінансову стабільність України і стійкість державного боргу.

З урахуванням вступу України до ЄС необхідно забезпечити використання не формальних, а реальних фіскальних правил. Потрібно також врахувати ті зміни й доповнення до них, які передбачено внести під час реформування фіскальних правил в ЄС. Застосування фіскальних правил в Україні має певні особливості (порівняно з ЄС). Зокрема, нормативними документами не передбачено: охоплення цими правилами сектору загального державного управління загалом (переважно вони стосуються центрального бюджету); використання конкретних механізмів і процедур, що мають спрямовувати органи державного управління на дотримання прийнятих законодавством індикаторів фіскальних правил у бюджетному процесі; урахування особливостей розвитку (фази економічного циклу, виникнення надзвичайних ситуацій, природних катаклізмів, запровадження режиму воєнного стану); застосування механізмів відновлення дії фіскальних правил у випадках допущення (з будь-яких причин) їх порушення; створення та забезпечення діяльності спеціалізованих інституцій, що здійснюють моніторинг, аналіз і контроль за застосуванням фіскальних правил, а також мають повноваження з розроблення альтернативних законопроектів щодо їх удосконалення.

До механізмів та інструментів, які спрямовують уряд на досягнення таких результатів, належать: застосування процедури поступового зниження бюджетного дефіциту до рівня, прийнятого в ЄС (з урахуванням змін і доповнень для різних держав-членів щодо особливостей їх економічного й соціального розвитку, а також впливів на стан інших держав-членів).

24.3. Використання монетарних правил та модифікація монетарного дизайну

Причини глобальної кризи 2008–2009 рр., її перебіг і незвичайні шляхи подолання спричинили серйозні сумніви в спроможності існуючих монетарних правил не тільки гарантувати економічне зростання та убезпечувати його від несподіваних кризових потрясінь, а й виступати дієвим інструментом подолання останніх.

У принципі, ознаки наявності певних проблем у неоліберальній доктрині та її монетарній складовій були очевидні ще в 1990-і роки, про що свідчать глибокі трансформаційні падіння постсоціалістичних економік, мексиканська й азійська кризи, а також спричинені ними повторні міжнародні шоки. Однак захищеність від них провідних економік світу давала змогу розглядати всі ці потрясіння як специфічні наслідки недостатньо розвинутих ринкових інституцій, краще налаштування котрих мало б гарантувати безпечний розвиток національних економік.

Між тим, розгортання кризи 2008–2009 рр. не на світовій периферії, а саме в країнах, що виступали глобальними економічними лідерами й ідеологами провідних монетарних течій і практик, змусило докорінно переглянути ключові грошово-кредитні та бюджетно-податкові правила державного регулювання. У частині монетарної політики було швидко задіяно комплекс заходів, що виходили далеко за межі як ключових положень жорсткого інфляційного таргетування (ІТ), так і пов'язаних із ним принципів ринкової дерегуляції.

Фактично всі провідні центральні банки визнали необхідність відходу від встановлення єдиної мети монетарного регулювання у вигляді інфляції. До неї також було додано цільову підтримку фінансової стабільності, яка включала забезпечення стабільності не лише банківських, а й небанківських фінансових установ, що значно розширило фокус-групу монетарної політики. Крім того, було визнано, що сама по собі низька й стабільна інфляція не може розглядатись як гарантія сталого економічного зростання. Унаслідок цього відбувся експліцитний перехід до гнучкого ІТ, котре передбачало свідомий пошук компромісу між рівнем інфляції та темпом економічного зростання. Колишнє уявлення про автоматичну максимізацію останнього завдяки утриманню цінової стабільності перестало вважатися незаперечним правилом. Перед монетарною політикою постало окреме завдання прямого стимулювання національної економіки. Окрім того, низка провідних центральних банків визначили як окрему монетарну мету цільове зниження безробіття. Зокрема, до такої практики під час подолання кризи 2008–2009 рр. вдавалися ФРС США та Банк Англії. Причому останній не підвищував процентну ставку навіть після падіння безробіття нижче від цільового рівня.

Поява внаслідок таких метаморфоз “нетрадиційної/неконвенціональної монетарної політики” означала не відмову від монетарних правил як таких, а їх суттєву корекцію. Стало очевидним, що такі правила можуть гнучко застосовуватися залежно від фази бізнес-циклу національної економіки. У цьому контексті з'ясувалося, що традиційне ІТ може непогано працювати у фазі піднесення й економічного перегріву, коли обмеження грошової пропозиції виявляється бажаним для уповільнення й інфляції, й економічного зростання. Проте в моменти падіння та рецесії монетарна сфокусованість виключно на низькій інфляції може перетворитися на засіб не подолання економічних проблем, а їх додаткового посилення.

Кількісне пом'якшення, що стало однією з ключових складових і візитівкою нетрадиційної монетарної політики, продемонструвало ще одне монетарне правило, ефективно застосоване під час подолання фінансової кризи 2008–2009 рр. і корона-

кризи 2020 р. Цільове нарощення монетарної бази, а отже, й балансів провідних центробанків дало змогу наситити національні економіки банківською ліквідністю в період тотальної кризи довіри, через яку банківські установи не наважувалися поновлювати обсяги кредитної активності у зв'язку з невпевненістю в платоспроможності своїх потенційних клієнтів.

У рамках нетрадиційних монетарних правил у ролі цільових показників почали використовуватися, крім рівня інфляції, щонайменше фінансова стабільність, зростання реального ВВП, підтримка зайнятості, монетарні агрегати. При цьому було розширено й інструментарій реалізації незвичайних монетарних правил. Так, під час подолання криз 2008–2009 і 2020 рр., а також їхніх наслідків провідні центральні банки світу перестали зосереджуватися на принципі використання “одного монетарного інструменту – процентної ставки”. Арсенал їхніх активних операцій було кардинально збільшено за рахунок довгострокового рефінансування, прямого цільового викупу цінних паперів приватних і державних емітентів, розширення кола безпосередніх учасників операцій центрального банку.

Упровадження нетрадиційної монетарної політики стало новітньою відповіддю урядів та центробанків провідних країн світу на виклики й загрози, пов'язані з економічними кризами. Її опанування розширило арсенал монетарних правил, диференціювавши їх для використання в умовах надмірно швидкого економічного зростання та кризового падіння й рецесії. Це призвело до збільшення переліку країн, які застосовують так звані інші монетарні режими, тобто такі, котрі виходять за межі таргетування одного чи двох цільових показників зі стандартного переліку (валютний курс, інфляція чи монетарний агрегат). При цьому “інші монетарні режими/правила” у ролі цільових орієнтирів включають такі нецінові й немонетарні індикатори, як безробіття/зайнятість, зміна реального ВВП, фінансова стабільність. Імовірно, саме прив'язка монетарної політики до таких показників вирізняє ці монетарні правила від тих, що таргетують інфляцію чи валютний курс.

Найпоширенішим монетарним правилом, яке передбачає цільову прив'язку до інфляції, є інфляційне таргетування. Одна з особливостей цього режиму полягає в спеціальному публічному наголосі центрального банку на його відданості саме досягненню та підтримці цільової інфляції. Більше того, жорсткий варіант ІТ передбачає спеціальний акцент на тому, що інфляційна ціль є єдиною ціллю монетарної політики й центральний банк готовий досягати її попри всі побічні наслідки, включаючи несприятливі коливання валютного курсу або, наприклад, уповільнення економічної динаміки.

Такі офіційні заяви разом з їх нормативною фіксацією надають монетарним правилам особливого статусу не лише через формальне визначення, а й через формування відповідних очікувань суб'єктів господарювання. Як підкреслюють прихильники експліцитних монетарних правил, чітке уявлення про майбутню політику впливає не тільки на потенційні рішення бізнесу, а й на його поточну позицію. І навпаки, відсутність таких уявлень щодо майбутніх дій державних регуляторів змінює всю траєкторію підприємницької поведінки (Dwyer, 1993).

У цьому розумінні законодавче обмеження допустимих монетарних рамок дає можливість суб'єктам господарювання коректніше зважувати та мінімізувати свої ринкові ризики не лише в короткостроковій, а й у довгостроковій перспективі. Безперечно, такі умови виступають додатковим активом національного бізнесу, що підвищує ритмічність його роботи.

Враховуючи зазначене, треба визнати, що абсолютно однакові монетарні правила можуть мати різні економічні ефекти залежно від того, в якій формі вони представлені – експліцитній чи імпліцитній. Це обумовлено вищим ступенем невизначеності й відповідних ризиків, котрі асоціюються з недовомовленістю імпліцитних правил та її відсутністю в експліцитних правил.

Керуючись такою логікою, до початку повномасштабної війни Національний банк України на регулярній основі не тільки фіксував у нормативних документах свою прихильність досягненню єдиної монетарної цілі у вигляді підтримки низької інфляції на рівні 5 ± 1 %, а й привертав до цього увагу населення та бізнес-середовища, використовуючи всі наявні в нього інформаційні можливості. Послідовно дотримуючись принципів жорсткого варіанта ІТ, НБУ при цьому намагався не залишати жодних сумнівів у своїй готовності застосовувати будь-які наявні в нього засоби регулювання для виконання цього завдання попри всі ймовірні побічні наслідки цих дій. Така політика ґрунтувалася не лише на вказаних положеннях, а й на переконанні, що підтримка стабільно низької інфляції є максимумом того, що може зробити центральний банк для забезпечення стійких темпів економічного зростання.

Результати застосування згаданих монетарних правил виявилися дещо відмінними від очікуваних. Питання в тому, що досягнення цільових рівнів інфляції не супроводжувалося прискоренням економічного зростання. Більше того, протягом 2016–2021 рр. зниження інфляції до цільових параметрів не лише не асоціювалося з передбачуваним максимумом приросту реального ВВП, який оцінювався в 4 % на рік, а й відповідало умовам, за яких зростання економіки не спостерігалось взагалі. Крім того, підвищення фактичної інфляції в діапазоні від 5 до 10 % супроводжувалося не уповільненням чи падінням обсягів національного виробництва, а їх збільшенням. Причому за рівнем річної інфляції в 10 % спостерігалися максимальні темпи його зростання на рівні 4 %.

Цей феномен порушує щонайменше два питання. Перше стосується обґрунтування цільового рівня інфляції, друге – його відповідності певній економічній динаміці.

До глобальної кризи 2008–2009 рр. у рамках тогочасної доктрини жорсткого ІТ вважалося, що низька та стабільна інфляція є не лише абсолютним благом, а й перевагою, котра гарантує довгострокову максимізацію економічного зростання. Такий погляд базувався на неоліберальних уявленнях про автоматичну ефективність ринкового саморегулювання. Проте глобальна фінансова криза довела, що ціна такого саморегулювання може виявитися занадто високою, навіть з урахуванням довготривалих ефектів цінової стабільності. Як наслідок, провідні центробан-

ки розширили цільові орієнтири своїх монетарних правил за рахунок додавання до них бажаних показників зайнятості та економічного зростання. Відповідним чином було збільшено й діапазон застосовуваних монетарних інструментів. Це призвело до активного переходу від жорсткого ІТ до гнучкого.

Цей досвід може бути плідним і для України. Адже, попри оголошення про застосування НБУ саме гнучкого ІТ, жодних ознак цього на практиці до початку повномасштабної війни не спостерігалось. У цьому сенсі доволі показовим був той факт, що навіть за умов падіння фактичної інфляції нижче від цільового рівня, НБУ відзначав наявність високих інфляційних ризиків, що унеможливлявало проведення ним стимулюючої монетарної політики. Враховуючи це, було б логічним переглянути монетарні правила Національного банку в частині визначення цільових параметрів інфляції та гнучкості їх застосування. При цьому такі параметри мали б враховувати взаємозв'язок із необхідністю стимулювання/підтримки економічного зростання не лише в довгостроковій, а й у середнь- та короткостроковій перспективах.

У післявоєнний період забезпечення прискореного виробничого зростання виходитиме на першу лінію національних завдань порівняно з мінімізацією інфляції та пов'язаних із нею ризиків. При цьому варто враховувати високу ймовірність зовнішньої фінансової підтримки країни. За умов її ефективного використання можна сподіватися на зниження курсових ризиків, що сприятиме зменшенню й відповідних ризиків надмірної інфляції. У цьому сенсі підвищення цільових параметрів інфляції варто розглядати крізь призму не скасування їх як таких, а перенесення центру уваги уряду й центрального банку з обмежувальної монетарної політики на стимулюючу. Тим паче що наявність цільового діапазону допустимої інфляції не знімає з порядку денного ні необхідності контролю над нею, ні застосування відповідних заходів його впровадження.

В Україні вільне курсоутворення розглядалось в рамках ІТ в ролі “основного буфера від впливу зовнішніх шоків”¹. Проте такий підхід явно не враховував той факт, що валютні коливання не завжди відбуваються навколо сталого рівня обмінного курсу. Адже рівноважний курс може сам перебувати в стані постійних змін. І якщо такі зміни ототожнюються зі стійким неконтрольованим знеціненням, курсова гнучкість перетворюється на окремий фактор макроекономічної дестабілізації.

Зважаючи на це, сподівання на виключно стабілізаційні ефекти курсових коливань гривні залишаються надто оптимістичними. Ризики курсового зміцнення гривні, безумовно, відрізняються від небезпек її курсового ослаблення. Принаймні на короткострокових проміжках часу воно не асоціюється із загостренням інфляційних і боргових проблем. Водночас стійкі ревальваційні тренди мають власні небажані наслідки. Для України вони безпосередньо пов'язані з “голландською хворобою”, яка спричиняє посилення в національній економіці сировинної спеціалізації.

¹ Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : затв. постановою Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

Крім того, курсове зміцнення гривні, обумовлене не технологічним розвитком виробництва, а ситуативними коливаннями зовнішньої кон'юнктури, притупляє відчуття системного ризику, стимулюючи зайві інвестиції та невдалі бізнес-рішення.

Враховуючи викладене, а також необхідність накопичення досить високого стабілізаційного потенціалу міжнародних резервів, у періоди ревальваційного тиску на гривню НБУ має віддавати перевагу викупу іноземної валюти в міжнародні резерви, а не стимулюванню її різкого, але тимчасового курсового зміцнення, як це, наприклад, відбувалося в Україні в другій половині 2019 р. Валютний режим гривні при цьому може бути визначено як “стабілізаційний”, з огляду на те що її курс вже дев'ять років поспіль підтримується стабілізаційним фінансуванням із боку МВФ та інших офіційних кредиторів України. Причому діюча програма з МВФ (березень 2023 р.) передбачає необхідність офіційного фінансування України протягом ще 10 наступних років. Отже, визнання за таких умов “стабілізаційного режиму” дає змогу одночасно як уникати публічних зобов'язань щодо фіксації обмінного курсу національної валюти, так і допускати його можливі коливання. Крім того, “стабілізаційний режим” дає можливість відверто визнавати потенційну курсову вразливість національної валюти, пояснюючи тим самим необхідність отримання фінансової допомоги з боку офіційних кредиторів, а також упровадження спеціальних заходів її внутрішньої підтримки, включаючи валютні обмеження.

Хронічний девальваційний тиск на гривню зумовлений структурною вразливістю України, яка на практиці проявляється в такому:

- незадовільних суверенних рейтингах країни, що формує високу схильність національного капіталу до втечі у сприятливіші іноземні юрисдикції;
- від'ємному сальдо платіжного балансу, в основі якого – стійкі товарні дефіцити, що відображають недостатню конкурентоспроможність національної продукції та брак експортної виручки для покриття імпорتنих видатків;
- практичній відсутності першокласних іноземних інвесторів у національному виробництві, а отже, й притоку високотехнологічного капіталу;
- загальній нерозвиненості фінансової системи та фондового ринку зокрема, що перешкоджає обережному портфельному інвестуванню в українську економіку для поступового входження в її простір схильних до підвищеного ризику зарубіжних інвесторів.

Запровадження за таких умов плаваючого валютного режиму має спричинити стійкий девальваційний тиск на національну валюту. До початку повномасштабної війни його вдавалося нівелювати зовнішніми запозиченнями, котрі уряд і центральний банк здійснювали, звертаючись до міжнародних фінансових організацій та інших офіційних кредиторів. Попри це НБУ підкреслював свою прихильність до валютної лібералізації й “досягнення її кінцевої мети – скасування всіх наявних обмежень і переходу до режиму вільного руху капіталу”¹. При цьому застосування

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схв. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL : <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXllkICSQ>.

валютних обмежень визначалось як засіб “останньої лінії оборони”. Насправді ж ключова лінія оборони забезпечувалася зовнішніми офіційними кредитами. Зовнішні запозичення Української держави впродовж останніх дев’яти років є наочним свідченням не лише об’єктивної потреби в підтримці валютного курсу гривні (для свідомого обмеження його можливих коливань), а й браку міжнародних резервів, що гарантують таку підтримку. До глобальної кризи 2008–2009 рр. вважалося, що гнучкий валютний режим мінімізує потребу в накопиченні міжнародних резервів. Проте перебіг кризи засвідчив, що стабілізаційний потенціал гнучких курсів має власні рамки, оскільки занадто великі курсові рухи під час девальвації перетворюються на валютні кризи.

Це призвело до перегляду як можливостей гнучкого курсоутворення, так і загальної потреби у формуванні міжнародних резервів, адже колишня доктрина мінімізації їх обсягу завдяки впровадженню курсового плавання вже перестала вважатись аксіоматичною.

З огляду на зазначене, а також на фінансовий стан України, її міжнародні резерви повинні покривати щонайменше весь обсяг зовнішнього державного боргу, що дасть змогу зменшити невпевненість і побоювання іноземних кредиторів/інвесторів стосовно неспроможності держави виконувати свої міжнародні зобов’язання.

Наведене не означає, що всі зовнішні запозичення держави мають осідати в міжнародних резервах як потенційний антикризовий демпфер. Навпаки, йдеться про необхідність цілеспрямованого використання засобів валютного регулювання й валютних інтервенцій НБУ задля поступового нагромадження резервів, достатніх для покриття всіх її зовнішніх боргових зобов’язань. На практиці це означає доведення обсягу резервів до рівня відповідного державного боргу. Тобто, якщо борг у II кв. 2023 р. становив 84,5 млрд дол. США, більш ніж удвічі перевищуючи обсяг міжнародних резервів (39,0 млрд дол.), то цільове нагромадження останніх має передбачати їх зростання щонайменше у 2,2 раза.

Монетарні правила повинні враховувати економічні особливості країни, в якій вони застосовуються. Зважаючи на їх специфіку в Україні, політика центрального банку має містити певні цільові орієнтири не лише в частині утримання низької та стабільної інфляції, а й здійснення контролю над динамікою валютного курсу гривні. Останнє завдання передбачає акумулювання міжнародних резервів, достатніх для нівелювання ризиків, пов’язаних як мінімум зі стрімким накопиченням зовнішнього державного боргу. За таких умов перехід до режиму вільного руху капіталу, до якого прагнув НБУ під час застосування ІТ, виявляється контрпродуктивним. Замість цього валютна політика Національного банку повинна передбачати певне валютне регулювання, обумовлене наявними ринковими та конкурентними обмеженнями. Крім того, таке регулювання має враховувати наочні загрози вільного руху капіталу як в умовах війни, так і в повоєнний період, в частині підтримки фінансових відносин не тільки з країною-агресором, а й з афілійованими з нею офшорними компаніями-посередниками.

З урахуванням зазначеного можна пропонувати включити в перелік монетарних правил такі окремі положення:

- встановлення коридору цільової інфляції на рівні $7 \pm 2,5$ %, який не лише враховує необхідність контролю за динамікою цін, а й кореспондує з історично максимальними темпами зростання реального ВВП країни;
- визначення валютного режиму гривні як “стабілізаційного”, що відповідає багаторічній практиці цільової підтримки її курсу з боку офіційних кредиторів України, а також фактичним зусиллям щодо обмеження небажаної девальвації національної грошової одиниці;
- встановлення цільового орієнтира з накопичення міжнародних резервів, обсяг яких (з урахуванням активного зовнішнього фінансування бюджетних потреб) має принаймні покривати величину зовнішнього державного боргу;
- запровадження режиму валютного контролю, котрий забезпечуватиме пріоритетне задоволення критичних валютних потреб країни та сприятиме поступовому нагромадженню необхідного обсягу міжнародних резервів.

Обґрунтування й розроблення системи заходів стабілізаційної політики та антикризового регулювання для протидії поширенню структурних шоків у національній економіці, стабілізації останньої та створення передумов для подальшого відновлення та стійкого економічного зростання потребує модифікації монетарно-го дизайну й інших змін у роботі центрального банку країни.

Ключовою ціллю монетарної політики центробанку, який діє в умовах некризового розвитку економіки, є забезпечення цінової стабільності. Під час кризи пріоритетність цілей монетарної політики змінюється. Структурні розриви кризової економіки актуалізують питання здорового функціонування грошово-кредитних ринків, що вимагає проведення стабілізаційної монетарної політики. Структурна криза економіки воєнного часу висуває перед монетарною політикою додаткові виклики.

Війна радикально змінює характер торговельно-економічних відносин країни. По-перше, вона актуалізує умовні зобов'язання держави із забезпечення безпечного існування її громадян і функціонування бізнесу, що потребує додаткових видатків державного бюджету. По-друге, трансформуються стимули поведінки економічних агентів – питання захисту від фізичного знищення стає домінантним при прийнятті рішень щодо споживання, інвестування чи заощаджень. По-третє, ціна воєнних ризиків не може бути компенсована в ринковий спосіб, оскільки війна не забезпечує додаткової економічної вигоди від витрат ресурсів і капіталу. Саме тому економіка воєнного часу – це економіка активної державної політики та державних стимулів.

Монетарна політика в сучасній світовій практиці монетарного регулювання найчастіше зосереджується на досягненні таких цілей макроекономічної стабільності: цінова, фінансова стабільність та стійкість економічного зростання. Однак, якщо в мирний час акцент монетарної політики центрального банку ставиться на питаннях цінової стабільності, то у воєнний час фокус зміщується на питання підтримки попиту (Patel, 1953) і стабільного функціонування системи державних фінансів (Poast, 2015).

Традиційно монетарна політика центробанку покладається на застосування ринкових принципів прийняття рішень економічними агентами. Це стосується рішень щодо встановлення цін, реалізації інвестицій, споживчих витрат чи заощаджень. Війна значною мірою нівелює ринкові принципи вказаних рішень, що, відповідно, перешкоджає дії трансмісійних механізмів монетарної політики. У результаті монетарна політика стає великою мірою недієздатною в ролі засобу досягнення цілі цінової стабільності. Тобто під час структурних криз руйнуються структурні зв'язки економіки, що вимагає відповідної стабілізаційної політики й належного фінансування, що може бути забезпечено лише в разі повної гармонізації монетарної та фіскальної політики. Загальний каркас монетарної політики можна представити як систему регулювання трьох складових: обмінного курсу, процентних ставок і руху капіталів.

Під час екстраординарних подій унаслідок структурних шоків руйнуються трансмісійні механізми монетарної політики, що ускладнює їх ефективне використання для досягнення цілей цінової стабільності. Експерти МВФ зауважують, що в таких умовах перебудова дизайну монетарної політики з орієнтацією на цілі підтримки економічного зростання (включаючи застосування масштабних програм насичення економіки ліквідністю) може вважатися такою, яка відповідає мандату центрального банку, оскільки спрямовується на відновлення його здатності впливати на динаміку цін, а саме на відновлення трансмісії монетарних імпульсів, котрі центробанк надсилає через фінансові ринки до секторів реальної економіки. Така практика була загальноприйнятим явищем у період розгортання глобальної фінансової кризи та пандемії COVID-19. Президент ЄЦБ К. Лагард у своєму виступі щодо початку програм викупу активів під час пандемії заявила: "Екстраординарний час вимагає екстраординарних заходів. Наші зобов'язання перед євро не мають обмежень"¹.

Переорієнтація монетарного дизайну політики центрального банку на цілі підтримки реальної економіки називається нетрадиційною монетарною політикою та включає такі опції, як викуп державних облігацій, приватних активів, встановлення від'ємних процентних ставок за депозитними операціями центрального банку, застосування пільгових ставок рефінансування банків за спеціалізованими видами кредитування. Безпосередніми цілями нетрадиційної монетарної політики зазвичай оголошуються такі: відновлення функціонування фінансових ринків, поліпшення фінансового посередництва, надання доступу державі, підприємствам і населенню до фінансування для подолання кризи.

За результатами вивчення світового досвіду нами узагальнено опції інструментів монетарної політики в умовах екстраординарних шоків (табл. 24.3).

У мирний час принципи монетарної політики та її цільові орієнтири базуються на уявленні, що економічні процеси диктуються ринковими стимулами. Однак в умовах економіки воєнного часу пріоритетом поведінки її суб'єктів стає питання

¹ Our response to the coronavirus pandemic / European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>.

Таблиця 24.3

Монетарні інструменти центрального банку в умовах структурних криз

Інструмент	Опція для кризових умов
Ключова процентна ставка	Зниження процентної ставки
Процентна ставка за депозитними операціями центрального банку	Від'ємний рівень реальних і номінальних процентних ставок
Рефінансування банків	Пільгові процентні ставки під заставу визначених видів активів. Бланкові кредити
Операції на відкритому ринку	Загальний викуп фінансових активів (кількісне пом'якшення)
Спеціалізовані програми викупу активів	Цільовий викуп довгострокових державних і корпоративних активів
Процентна ставка державних облігацій	Викуп облігацій за фіксованою ставкою. Таргетування ринкової процентної ставки облігацій на визначеному рівні дохідності
Резервні вимоги до банків	Зниження вимог, якщо рівень загальної ліквідності банківської системи є достатнім
Публічні комунікації	Грунтовні пояснення того, як поведінка центрального банку узгоджується з цілями монетарної політики

Складено авторами.

безпеки, а не економічної вигоди. Крім того, колосальні руйнування виробничого й соціального капіталу зумовляють кардинальні зміни рівня та структури попиту, які не вкладаються в традиційні економічні цикли, кардинально знижується швидкість обороту грошової маси. Це змінює характер формування макроекономічних показників, посилює залежність функціонування економічних процесів від державних стимулів.

Ряд авторів рекомендують центробанкам у періоди структурних зламів утримуватися від політики монетарного приборкання інфляції, зосереджуючи свою політику на підтримці ліквідності економіки (Benigno et al., 2020; Ferrando, Popov, & Udell, 2021). На їхню думку, відносна стабільність цін радше досягається шляхом адміністративного контролю за цінами й нормування продажів, аніж за допомогою монетарних інструментів.

Нейтральний рівень процента врівноважує дохідність інвестицій у фінансові активи з дохідністю нефінансових інвестиційних проєктів без виникнення інфляційних наслідків для економіки. У період економічної кризи знижується продуктивність економіки й потенційний ВВП, що призводить до зменшення попиту на гроші та їх нейтральної вартості. Війна знищує виробничий і трудовий потенціал економіки, істотно гальмує її виробничу активність, що спричиняє зниження попиту на гроші й, відповідно, нейтральної вартості грошей. Величина нейтральної ставки є одним з орієнтирів для прийняття рішень центрального банку щодо встановлення рівня ключової процентної ставки для забезпечення потрібного (ресрикційного чи експансивного) ефекту на економіку. Наслідком падіння нейтраль-

ної ставки є збільшення підстав для проведення експансивної монетарної політики та зниження ставки позичкового процента в економіці.

Проте зростання фіскального дефіциту в умовах війни – це природний процес, який пояснюється актуалізацією умовних зобов'язань держави із захисту своєї території, з підтримання економічних відносин країни та збереження життя її громадян. Це кардинально збільшує обсяги втручання держави в господарську діяльність підприємств і функціонування фінансових ринків. Бюджетний дефіцит та борг під час війни зростають до величин, які виходять за межі стандартних параметрів макроекономічної стабільності й фіскальних правил. Тому в умовах воєнного стану гармонізація монетарної та фіскальної політики вибудовується в такий спосіб, аби політика процентних ставок, валютного курсу, руху капіталів відповідала інтересам фінансування потреб державного бюджету, який несе основний тягар економіки воєнного часу.

Отже, за результатами узагальнення теоретичних засад і світового досвіду монетарного регулювання економіки сформульовано пропозиції щодо дизайну монетарної політики для періоду воєнного стану в Україні в контексті її гармонізації з економічною й фіскальною політикою. Зокрема, макростабілізаційна ефективність національної монетарної політики може бути посилена такими опціями: гармонізація заходів монетарної політики з пріоритетами фіскальної політики; зниження ключової процентної ставки з урахуванням змін реального ВВП та інфляції, а також нейтральної вартості грошей в економіці; запровадження інструментів цільового пільгового рефінансування банківських кредитів.

Застосування монетарних стимулів даватиме кращі результати в разі їх поєднання з певними інструментами фіскальної політики, що продуктивно зв'язує грошову масу в цільових проєктах створення робочих місць і нової доданої вартості, а саме: державні інвестиції в нові підприємства; державна допомога бізнесу на розширення діяльності та створення робочих місць; державні гарантії за кредитами й компенсація кредитних процентних ставок; державне замовлення на закупівлю товарів і послуг; націоналізація системно важливого бізнесу, якому загрожує банкрутство.

При поєднанні зазначених інструментів монетарної та фіскальної політики грошовий обіг економіки воєнного часу буде оптимізовано, грошова маса замикатиметься в процесах створення нової доданої вартості, частина якої буде перерозподілятися через державні фінанси (у вигляді податків та інших вилучень), що зменшуватиме потребу в додатковій грошовій емісії центрального банку і сприятиме макроекономічній стабілізації.

24.4. Колективні органи фіскальної та монетарної політики

У сучасних реаліях фіскальні ради є вагомим інноваційним компонентом бюджетно-податкової структури Євросоюзу. У рамках ЄС було реалізовано комплексні реформи у фіскальній сфері, що включають такі ключові складові: упровадження нового інструмента для координації економічної й фіскальної політики держав-членів, відомого як Європейський семестр; імплементацію норм, визначених Договором про стабільність, координацію та управління Економічним і монетарним союзом; введення середньострокових бюджетних рамок; обов'язкове до-

тримання фіскальних правил та забезпечення умов щодо їх виконання; створення базисної платформи для функціонування фіскальних рад. Одним із найважливіших результатів останніх реформ фіскальної системи ЄС є прийняття рішення сприяти формуванню фіскальних рад.

Фіскальні ради – це незалежні органи, створені в багатьох країнах для нагляду за фіскальною політикою й фінансовою стійкістю. Головна мета фіскальних рад – забезпечення об'єктивності, ефективності та стабільності у сфері фінансів і бюджету. Фіскальні ради надають рекомендації та оцінки щодо бюджетного процесу й фіскальної політики національних урядів.

Основні функції фіскальних рад можуть включати:

- нагляд за бюджетним процесом: фіскальні ради аналізують бюджетні рішення та пропозиції уряду, оцінюють їх фінансову стійкість і відповідність економічним цілям;
- надання рекомендацій: фіскальні ради можуть надавати рекомендації стосовно поліпшення фіскальної політики, включаючи пропозиції щодо коригування бюджету, зменшення дефіциту чи боргового навантаження, а також посилення фіскальної дисципліни;
- аналіз економічних прогнозів: фіскальні ради можуть оцінювати економічні прогнози, на яких базується бюджетний процес, та вносити свої рекомендації щодо їх достовірності;
- забезпечення прозорості: фіскальні ради сприяють відкритості й обліку бюджетних витрат, інтегрують інформацію про фінансовий стан країни та роблять її доступною для громадськості;
- запобігання політичному впливу: фіскальні ради діють як незалежні органи, що допомагають зменшити політичний вплив на фіскальні рішення й бюджетну політику.

У різних країнах фіскальні ради можуть мати відмінні повноваження та функції, але їхня основна мета полягає в забезпеченні стабільності й раціональності фінансів і бюджету держави. Специфічна структура фіскальних інститутів може відрізнятися від однієї країни до іншої залежно від їхньої правової бази та цілей, а також економічної ситуації в країні. Деякі країни ЄС створили статутні органи як саморегульвні організації, водночас інші можуть покладатися на неурядові організації або дослідницькі установи для виконання цієї ролі. Такі інституції можуть сприяти кращому фіскальному управлінню, економічній стабільності й відповідальному використанню державних фінансових ресурсів.

Фіскальні ради впливають на фіскальні правила шляхом надання рекомендацій на підставі проведеного аналізу, котрі враховуються при формуванні, зміні та вдосконаленні фіскальних правил. Опишемо кілька варіантів того, як фіскальні ради можуть впливати на фіскальні правила в умовах пандемії й постпандемічного розвитку:

- надання рекомендацій щодо економічних змін в країні в умовах дії COVID-19: фіскальні ради проводять аналіз фінансового стану країни та розробляють рекомендації щодо доцільності й необхідності внесення змін у фіскальні пра-

вила. Також вони можуть рекомендувати обмеження бюджетного дефіциту, встановлення нових фіскальних цілей або внесення змін до механізмів корекції фінансів;

- аналіз виконання фіскальних правил: фіскальні ради слідкують за виконанням фіскальних правил та надають оцінку їх впливу на фінансову стійкість і розвиток країни в умовах кризи;
- забезпечення прозорості й відповідальності: фіскальні ради можуть вимагати більшої прозорості та звітності у фінансах і фіскальних правилах, надавати рекомендації щодо поліпшення системи контролю й аудиту публічних фінансів;
- захист від політичного впливу: фіскальні ради як незалежні органи допомагають виключити фіскальні правила з політичного впливу, забезпечуючи об'єктивний аналіз і відповідні рекомендації.

У зв'язку зі спалахом пандемії COVID-19 уряди низки країн вдалися до надзвичайних заходів для прискорення реагування на виклики й загрози, що постали перед ними. Фіскальні ради стали опорою в державному управлінні, проводячи нагляд за бюджетною системою в складних умовах пандемічної кризи. Хоча головною метою всіх фіскальних рад є підтримка прозорості та відповідальності, деякі з них вжили конкретні заходи, реагуючи на зміни в бюджетних призначеннях чи процедурах оприлюднення відповідної інформації (ідеться, зокрема, про збір і публікацію даних, не доступних уряду), використовуючи свій незалежний статус.

Шведська рада з фіскальної політики (The Swedish Fiscal Policy Council, FPC) не вводила додаткових заходів щодо оцінки впливу COVID-19 на впровадження фіскальних правил у країні, але розглянула наслідки коронакризи у своєму щорічному звіті від 13 травня 2020 р.

Фіскальна рада Естонії та Бюджетний офіс парламенту Італії, які, за оцінками експертів МВФ, надали експрес-аналіз впливу пандемії на економіку й бюджет країни, провели моніторинг активації положення про вихід або призупинення фіскальних правил, визначили сукупну вартість заходів, пов'язаних із COVID-19.

У свою чергу, Фіскальна рада Чехії провела оцінку варіантів державного фінансування та його вплив на довгострокову фіскальну стабільність країни. Так, вона опублікувала низку дослідницьких продуктів щодо реалізації фіскальних заходів у контексті пандемії, обговорення економічного ефекту та впливу на доходи, а також результати аналізу чутливості для фіскальних агрегатів. Окрім того, рада виступила з кількома заявами, у котрих закликала до дієвої фіскальної політики для подолання кризи, а також звернула увагу на спосіб, в який уряд країни призупинив свої національні фіскальні правила.

Бюро аналізу економічної політики Нідерландів виконало аналіз сценаріїв для чотирьох можливих наслідків пандемії, щоб проілюструвати істотну невизначеність і економічний вплив пандемії¹.

¹ Independent fiscal institutions: promoting fiscal transparency and accountability during the Coronavirus (COVID-19) pandemic. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/d853f8be-en.pdf?expires=1699023926&id=id&accname=guest&checksum=8A6F32E0EA72DC18E497BFBCA4347BCE>.

Враховуючи невизначеність на початку пандемії COVID-19, Австрійська фінансова консультативна рада була єдиною публічною організацією, що оприлюднювала прогнози з постійним оновленням показників бюджету, а також надавала конкретні рекомендації й пропозиції щодо подолання наслідків пандемії. У відповідь на виклики й загрози, які виникли через глобальну кризу, спричинену поширенням COVID-19, фінансова рада Австрії взяла на себе нові завдання та відіграла важливу роль у забезпеченні фінансової стабільності й економічного відновлення країни.

Фінансова рада Угорщини в умовах пандемії провела експрес-аналіз впливу на бюджет у контексті епідемічної ситуації, а також моніторинг активації положення про вихід або призупинення фінансових правил. Так, 16 квітня 2020 р. вона опублікувала заяву про реакцію уряду на кризу COVID-19. У заяві було підкреслено значну гнучкість і простір для маневру щодо створення бюджетних резервів, який уряд планував використати. Рада підтримала дії та план уряду. Утім, висловила занепокоєння, що зовнішнє фінансування буде ускладненим, і погодилася з планом уряду покладатися на внутрішнє фінансування. У її заяві наголошено на призупиненні національних фінансових правил (хоча уряд сам погодився на призупинення) та вказується на активацію ЄС загального положення про вихід¹.

Експерти Фінансової ради Угорщини підкреслили, що наслідки коронавірусу переважно позначаються на бюджеті таким чином. З одного боку, уповільнення темпів економічного зростання, а також пільги зі сплати податків для компаній, які опинилися в скрутному становищі, зменшують базу оподаткування, унаслідок чого податкові надходження не виконують план. З другого боку, управління надзвичайною ситуацією в галузі охорони здоров'я й економічні наслідки потребують збільшення витрат. Рада погодилася з урядом у тому, що вимоги повинні застосовуватися до управління державними фінансами навіть у надзвичайних ситуаціях, щоб вони використовувалися регулярно, прозоро та підзвітно для необхідних витрат і заохочували відновлення економіки, адже уряд намагається покрити антикризові заходи таким чином, щоб не збільшити дефіцит.

Утім, Фінансова рада наголосила, що у зв'язку з виникненням кризи в другій половині березня 2020 р. уряд у першому раунді вирішив зменшити податкове навантаження на роботодавців і працівників, які належать до певних галузей національної економіки, що за підрахунками ради може зменшити бюджет доходів приблизно на 100 млрд форинтів. Тому використання коштів у межах фондів повинне бути вкрай прозорим і ефективним.

Незалежна консультативна рада Ради стабільності Німеччини (Der Unabhängige Beirat des Stabilitätsrats) – дорадчий орган, який тісно співпрацює з Радою стабільності. Рада стабільності є органом, що стежить за дотриманням боргових правил

¹ Költségvetési Tanács véleménye a koronavírus okozta járvány államháztartási hatásairól / Országgyűlés. URL: <https://www.parlament.hu/documents/126660/3785320/A+K%C3%B6lts%C3%A9gt%C3%A9rt%C3%A9si+Tan%C3%A1cs+v%C3%A9lem%C3%A9nye+a+koronav%C3%ADrus+hat%C3%A1sair%C3%B3l+al%C3%A1+C3%ADr%C3%A1sra.pdf/5560d34f-eda7-e650-f7e8-9c6703dd5666?t=1587134368661>.

Німеччини та підтриманням фіскальної стабільності. Незалежна консультативна рада підтримує Раду стабільності в її роботі, зокрема в оцінці довгострокової стійкості державних фінансів.

Основні завдання Незалежної консультативної ради в умовах пандемії та постпандемічного розвитку полягали в такому:

- перегляд бюджетних планів: консультативна рада аналізує бюджетні плани, надані федеральним урядом, і гарантує, що вони відповідають фіскальним правилам та цілям;
- аналіз фіскальної стабільності: консультативна рада оцінює довгострокову фіскальну стійкість і гарантує, що бюджетні плани відповідають довгостроковим цілям стабільності;
- незалежні рекомендації: рада дає рекомендації федеральному уряду й Раді стабільності щодо забезпечення фіскальної стабільності та дотримання боргових правил;
- публічна звітність: рада регулярно публікує звіти, що містять результати проведених нею аналізів, рекомендації й оцінки державних фінансів у Німеччині.

Слід зазначити, що поточна реформа фіскальних правил ЄС набула нового повороту після закликів фіскальних рад за участі представників владних кіл Німеччини та Нідерландів до встановлення мінімальних цілей скорочення боргу, чим вони кинули виклик підходу Єврокомісії, що ґрунтується на індивідуальних національних планах. Так, законодавство ЄС вимагає від країн утримувати дефіцит свого бюджету нижчим за 3 % ВВП, а державний борг – меншим ніж 60 % ВВП, але багато країн перевищують ці пороги після років інтенсивних витрат, щоб пом'якшити вплив пандемії COVID-19.

Єврокомісія вважає, що нова економічна реальність вимагає реформи бюджетних правил ЄС, та зробила перші кроки для перегляду діючої системи. У звіті, опублікованому в листопаді минулого року, Єврокомісія запропонувала зберегти як 3-, так і 60-відсоткові цілі, але зробити їх гнучкішими, щоб уряди могли адаптувати їх до конкретних обставин у своїх країнах. Країни ЄС повинні узгодити з Єврокомісією власні національні плани (держави еврозони зобов'язані надавати проекти бюджету загального уряду на розгляд Єврогрупи та Єврокомісії (до 15 жовтня) щодо контролю над державним дефіцитом і поступового скорочення боргу протягом чотирьох років. Країнам із великою заборгованістю, таким як Греція й Італія, можуть дати додаткових три роки, щоб повернутися до “обережної” фіскальної політики). Помітною зміною є те, що норма, яка передбачала єдину ставку 1/20 зменшення боргу, має бути скасована та замінена індивідуальними шляхами. Цю норму критикували за те, що вона загострює економічні кризи. Однак представники урядів і незалежних фіскальних інституцій Німеччини й Нідерландів (двох країн, відомих своєю поміркованою фіскальною політикою) не згодні з таким підходом та закликають встановити мінімальні цілі для країн-боржників.

Експерти з фіскальних правил виступають за єдине правило, яке гарантуватиме “помітний ступінь” скорочення боргу. Цей “загальний захід захисту” вимагатиме

від країн із боргом на рівні понад 60 % ВВП скорочувати свій борг принаймні на 0,5 % на рік. Країни, котрі значно перевищують цей поріг, повинні будуть зменшувати свій борг хоча б на 1 % щорічно¹. Експерти з Німеччини також пропонують “прості й прозорі” правила управління державними витратами та положення, що автоматично запускати новий процес реформ, якщо високий рівень боргу збережеться. Адже якщо реформована система не призведе до скорочення коефіцієнтів заборгованості, вона має бути переглянута максимум через чотири роки. У Нідерландах підтримали ідею “загального числового показника”, щоб запобігти тому, аби плани для окремих країн стали “ідіосинкратичними”. Однак у Нідерландах не наголошується на річних квотах, як зробила Німеччина. У відповідь на ці заяви Єврокомісія вирішила відкласти до наступного року накладення штрафів на країни, що не дотримуються фіскальних правил.

Колективними органами монетарної політики здебільшого виступають комітети монетарної політики при центральних банках окремих країн.

У Раді монетарної політики, що є одним із керівних органів Національного банку Польщі (НБП), головою є президент НБП, а дев'ять членів призначаються в однаковій кількості президент, Сейм і Сенат. Таким чином вдається досягти балансу суспільних інтересів, уникнути політизації рішень і водночас забезпечити високий професійний рівень усіх учасників прийняття рішень. Представництво експертів у Раді монетарної політики слугує своєрідним гарантом реалізації цілей монетарної політики. Рада монетарної політики мала на меті підтримання стабільності цін, використовуючи стратегію таргетування інфляції. НБП було застосовано практично весь інструментарій монетарної політики. У Керівних принципах грошово-кредитної політики на 2021 рік рада зберегла стратегію монетарної політики, яку досі проводив НБП². Цінова стабільність залишається головною законодавчою метою грошово-кредитної політики. Водночас монетарна політика проводитиметься таким чином, щоб підтримувати стійке економічне зростання й фінансову стабільність. НБП і надалі буде дотримуватися стратегії середньострокової цільової інфляції на рівні 2,5 % із симетричним діапазоном відхилень ± 1 в. п.

НБП оприлюднює міркування членів Ради монетарної політики при прийнятті рішень щодо процентних ставок³. У публічній інформації ради йдеться про висловлені позиції її членів, а також розкриваються поіменні результати голосування.

Коли в травні – червні 2020 р. епідемічна ситуація покращилася та було послаблено карантинні обмеження, економічна активність у світі та в Польщі поступово відновилася, але залишилася невизначеність щодо подальшого перебігу пандемії. У жовтні 2020 р. на тлі повторного загострення епідемічної ситуації й посилення в де-

¹ Fiscal Rules: Berlin and the Hague push for minimum debt reduction targets. 2023. URL: <https://de.euronews.com/my-europe/2023/04/11/fiskalregeln-berlin-und-den-haag-drangen-auf-mindestziele-fur-schuldenabbau>.

² Monetary Policy Guidelines for 2021 / Narodowy Bank Polski. URL: https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/10/en_zal2021a.pdf.

³ Voting results of the Monetary Policy Council / Narodowy Bank Polski. URL: <https://nbp.pl/en/monetary-policy/mpc-decisions/voting-results-of-the-monetary-policy-council/>.

яких країнах санітарних обмежень, темпи відновлення знизилися. Тому Рада НБП утримувала низькі процентні ставки із червня до грудня 2020 р., включаючи базову ставку на рівні 0,1 %, а також продовжувала викуп державних цінних паперів і боргових цінних паперів, гарантованих державою, на вторинному ринку. У червні – грудні 2020 р. НБП придбав облігації загальною номінальною вартістю 21,7 млрд злотих.

Монетарна політика в Польщі успішно проводилася за концепцією таргетування інфляції. Середній рівень інфляції за період 2005–2022 рр. становив 2,2 %, тобто наближався до цільового показника 2,5 % і перебував у межах допустимого діапазону коливань 1,5–3,5 %. На початку 2020 р. інфляція трохи перевищила 3,5 %, верхню межу діапазону коливань, а в березні 2021 р. вона почала постійно зростати, сягнувши 7,7 % у грудні 2021 р. У відповідь НБП почав підвищувати процентну ставку з 0,1 % в жовтні до 2,25 % на початку січня 2022 р. Оцінка нейтральної реальної процентної ставки становить 1,1 %, що свідчить про те, що за цільової інфляції в 2,5 % процентні ставки досягнуть довгострокового рівня близько 3,6 %¹. Оскільки й загальна, й базова інфляція значно перевищують цільовий показник 2,5 %, видається ймовірним, що процентні ставки спочатку будуть зростати вище цього довгострокового рівня, а потім, коли інфляція повернеться до цільового значення, будуть знижені. Завдяки позитивному впливу на фінансовий стан боржників заходи центробанку зменшили кредитний ризик, збільшення якого було основним каналом впливу пандемії на стабільність банківської системи.

Пом'якшення монетарної політики НБП фактично обмежило зростання безробіття, а також масштаби погіршення фінансового становища компаній. Водночас воно забезпечило реалізацію головної мети діяльності НБП – утримання інфляції на рівні, що відповідає середньостроковій цілі центробанку щодо інфляції.

Монетарна політика НБП у 2020 р. сприяла підвищенню спроможності позичальників обслуговувати борги та обмежувала збільшення списання через збитки від знецінення кредитних портфелів банків, а це нейтралізувало вплив пандемії на стабільність банківської системи. Аналіз, проведений експертами НБП, показує, що пом'якшення монетарної політики у 2020 р. (зниження процентної ставки НБП, викуп облігацій) безпосередньо сприяло зменшенню масштабів падіння ВВП на 0,3 в. п. і, підвищивши інфляцію на 0,3 в. п. у 2020 р., таке пом'якшення у 2021 р. збільшить зростання ВВП на 1,1 в. п. та інфляції на 1 в. п.². Водночас пом'якшення монетарної політики значно підтримало фіскальні антикризові заходи, що дало змогу істотно пом'якшити негативний вплив пандемії на ВВП. Таким чином, монетарна політика була належною мірою адаптивною, центробанк рішуче та швидко відреагував на настання кризи внаслідок коронавірусу³.

¹ Report on monetary policy in 2020 / Narodowy Bank Polski. 2021. May. URL: <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/10/rmp2020.pdf>.

² Monetary policy in Poland: An overview. 31 January 2022. URL: <https://www.newcapital.com/insights/Infocus-Monetary-policy-in-Poland--An-overview.html>.

³ Republic of Poland Staff Report for the 2020 Article IV Consultation / IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/02/05/Republic-of-Poland-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-50066>.

Пом'якшення монетарної політики НБП сприяло полегшенню умов фінансування в економіці загалом: знизилися ставки на грошовому ринку й за кредитами нефінансовому сектору. Так, середня процентна ставка за кредитами домогосподарствам зменшилася впродовж 2020 р. з 5,2 до 3,5 %, для підприємств ставка також впала, з 3,7 % в січні до 2,3 % у грудні. Зниження процентної ставки призвело до скорочення витрат на обслуговування кредитів для клієнтів банків – до 7 млрд злотих за оцінками центрального банку.

Монетарна рада Угорського національного банку (MNB) публікує протокол і матеріали, підготовлені для засідання стосовно динаміки макроекономічних показників і фінансового ринку. Рада збирається залежно від обставин, але не рідше двох разів на місяць, за заздалегідь оголошеним графіком. На другому запланованому засіданні кожного місяця її члени розглядають питання, що стосуються прийняття рішень щодо процентних ставок. Скорочена версія протоколу засідань ради публікується перед наступним засіданням щодо монетарної політики. У частині макроекономічних індикаторів розглядаються питання економічного зростання, заробітної плати, інфляції, безробіття, державний бюджет і зовнішні фактори. Огляд фінансового ринку охоплює міжнародні фінансові ринки, тенденції національного грошового ринку та кредитування. Процентна ставка центрального банку у 2020 р. була збережена на низькому рівні, а в 2021 р. підвищена через інфляцію.

Певний інтерес становить логіка, якою керувалися члени Монетарної ради при голосуванні стосовно параметрів монетарної політики у 2020 р.¹ Під час засідання в березні 2020 р. члени ради зазначили, що новий кредитний інструмент під заставу із фіксованою ставкою може забезпечити необхідну ліквідність у довгостроковій перспективі. Вони були одностайні в тому, що необхідно діяти швидко, цілеспрямовано, щоб захистити економіку, фінансову систему й суспільство від шоку. У березні 2020 р. Монетарна рада вжила такі заходи:

- залишила без змін базову ставку, ставку кредитування під заставу овернайт і однотижневу ставку позик під заставу – на рівні 0,9 %, а також ставку депозиту овернайт – на рівні -0,05 %;
- залишила без змін середній обсяг підтримки ліквідності для II кв. 2020 р. – на рівні щонайменше 300–500 млрд форинтів²;
- завдяки розширенню переліку прийнятої застави за рахунок кредитів великих корпорацій MNB збільшив доступну ліквідність банків приблизно на 2,6 трлн форинтів. Позики великим компаніям можна було розміщувати як заставу вже з 23 березня 2020 р.

Цей пакет заходів зменшив адміністративне навантаження на банки, пов'язане з банківським наглядом, послабив пруденційні вимоги до капіталу на тимчасовій основі.

¹ The Monetary Council's meetings. 2020. URL: <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/the-monetary-council/the-monetary-council-s-meetings/the-monetary-council-s-meetings-2020>.

² Macroeconomic and financial market developments. Background materials of the Monetary Council meeting of 20th March 2020. 2020. April 8. URL: <https://www.mnb.hu/letoltes/roviditett-jegyzokonyv-a-monetaris-tanacs-2020-aprilis-28-i-uleserol-en.pdf>.

Згідно з пропозицією MNB, уряд Угорщини оголосив мораторій на погашення корпоративних і роздрібних кредитів. Рада також вирішила запровадити новий кредитний інструмент із фіксованою ставкою під заставу зі строком погашення 3, 6 і 12 місяців, а також 3 та 5 років із необмеженою ліквідністю. У червні 2020 р. члени ради погодилися, що MNB належним чином стабілізував внутрішні фінансові ринки за допомогою цільових інструментів і забезпечив необхідний обсяг ліквідності та що відновлення економічного зростання й підтримка цінової стабільності стануть ключовими пріоритетами. Оцінюючи розвиток інфляції, члени ради дійшли спільного висновку, що пандемія коронавірусу спричинить як інфляційний, так і дезінфляційний вплив одночасно. Стосовно кредитування члени Монетарної ради зауважили, що програма “Фінансування для зростання” зробила вагомий внесок у підтримку значного зростання кількості нових кредитів.

Пандемія COVID-19 в Угорщині спочатку знизила інфляцію. MNB оновив свій інструментарій і скоригував свою операційну ціль від надлишкової ліквідності до процентних ставок. Він зменшив облікову ставку, але фактично збільшив ставки грошового ринку, щоб підтримати обмінний курс, котрий після початкової девальвації стабілізувався. Програма купівлі державних цінних паперів підвищила ефективність трансмісії монетарної політики та сприяла підтриманню стабільної ліквідності на ринку державних цінних паперів.

24.5. Координація фіскальної та монетарної політики як чинник забезпечення довіри

Важливу роль у забезпеченні довіри й безпеки фіскально-монетарного простору відіграє координація фіскальної та монетарної політики. Це пов'язано насамперед із тим, що уряд через державний бюджет випускає гроші в обіг через видатки й забирає їх з обігу через податки та збори. Ці дії можуть впливати на рівень інфляції, яка входить до зони відповідальності центрального банку. Водночас монетарна політика центробанку безпосередньо впливає на рівень інфляції, що зумовлює зміни у видатках і доходах державного бюджету. Врахування цього тісного взаємозв'язку та взаємовпливу фіскальної й монетарної політики здійснюється через їх координацію.

Після того як інфляційне таргетування стало загально визнаним методом проведення монетарної політики, й до глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. існував своєрідний консенсус, що монетарна політика загалом може досягти оптимальної стабілізації виробництва незалежно від напряму фіскальної політики. У більшості країн взаємодія монетарної й фіскальної політики була незначною або просто розглядалася монетарною владою як її власний вибір. Утім, необхідність комплексного реагування на шок від кризи, а потім від коронакризи докорінно змінила ситуацію. Стало зрозуміло, що в нових складних умовах успішність всієї економіки залежить від уміння та бажання урядів і центральних банків знайти спільну мову. А без такого взаєморозуміння монетарна влада не може тримати під контролем інфляцію, а виконавча влада – забезпечити стійкість державних фінансів. Адже для досягнення цілей монетарної й фіскальної політики замало застосування власних інструментів, потрібні також належні дії іншого центру

прийняття рішень. Саме тому координація двох політик важлива для досягнення макроекономічної стійкості.

З прийняттям у 2015 р. змін до Закону України “Про Національний банк України” та оголошення переходу до інфляційного таргетування характер взаємовідносин між урядом і НБУ змінився. Відтоді Національний банк позбавився фінансово-го домінування та отримав можливість проводити незалежну монетарну політику, спрямовану на забезпечення цінової стабільності. Водночас система координації політик перебувала на етапі становлення. Не випадково ще у 2018 р. НБУ проводив спеціальну міжнародну конференцію на тему: “Взаємодія фінансової та монетарної політики”. Однак і після обговорення цієї проблеми з міжнародними експертами, на практиці ситуація залишалася настільки незадовільною, що голова Ради НБУ спеціально наголошував на тому, що Міністерству фінансів України та Національному банку необхідно посилити координацію за всім спектром взаємодії¹.

Невдовзі після цього було оголошено, що Кабінет Міністрів України та НБУ планують невдовзі підписати меморандум про координацію політик. При цьому зазначалося, що попри підписання меморандуму незалежність жодної з інституцій порушено не буде, водночас і уряд, і Нацбанк координуватимуть свої позиції перед ухваленням важливих рішень². На жаль, такий меморандум так і не було узгоджено й підписано.

Утім, проблеми координації фінансової й монетарної політики завжди були предметом уваги урядів і центральних банків країн. Вони розв’язувалися по-різному, на формальній та неформальній основі. Відомою є практика неформальних періодичних зустрічей керівників центробанку й фінансового відомства за обідом з метою обговорення питань, що виникли. Є більш формалізовані відносини. В Україні був випадок, коли голова НБУ надіслав до Верховної Ради листа про те, що не може надати їй Основні засади грошово-кредитної політики, бо не має проекту бюджету країни, який формує уряд. А Прем’єр-міністр одночасно надіслав Верховній Раді листа про те, що не може надати їй проект бюджету країни, бо для цього йому необхідні Основні засади грошово-кредитної політики, котрі готує НБУ. Описана колізія була знову ж таки вирішена на неформальній основі. Були спроби формалізувати ці відносини, але проблема й досі не має належного розв’язання, хоча постійно перебуває в полі зору владних структур.

Центральні банки розвинутих країн є незалежними в проведенні монетарної політики, а уряди – незалежними від центробанків у реалізації фінансової політики. Вони мають власні цілі й інструменти їх досягнення. Уряд не є інституційним емітентом грошей в економіку, ця функція належить центральним банкам. Але через податки та збори, що формують доходи бюджету, і через видатки бюджету

¹ Мінфін і Нацбанк мають посилити координацію за всім спектром взаємодії – голова Ради НБУ. *Interfax-Україна*. 2019. 5 серп. URL: <https://interfax.com.ua/news/economic/605644.html>.

² Уряд та Нацбанк припинять конфліктувати та підпишуть меморандум про співпрацю. *Hromadske*. 2019. 2 жовт. URL: <https://hromadske.ua/posts/uryad-ta-nacbank-pripinyat-konfliktuvati-ta-pidpishut-memorandum-pro-spiivpracyu>.

він перерозподіляє кошти між різними суб'єктами господарювання й населенням, забезпечуючи вирішення стратегічних завдань держави та соціальних проблем. Як правило, бюджет приймається з певним дефіцитом, котрий покривається за рахунок боргу. У нормальній ситуації борг вирівнює циклічність бюджетних процесів, пов'язаних із циклічністю економіки, й не накопичується. Але в умовах нестабільності, інституційних дисбалансів та недосконалої політики борги можуть накопичуватися. Зараз борги зростають, і світовий борг більш ніж утричі перевищує світовий ВВП¹, що в цілому свідчить про неадекватність боргової політики економічним реаліям. А оскільки боргова політика тісно пов'язана із фінансовою й монетарною, можна говорити про невідповідність новим реаліям усієї макроекономічної політики. Про це також свідчить поляризація населення та країн за статками.

Борг зазвичай розглядається як сполучна ланка, через котру відбувається взаємодія монетарної й фінансової політики. Він створює обмеження для дій уряду та водночас є засобом впливу монетарної політики центрбанку на ступінь збалансованості державних фінансів. На рішення щодо координації фінансової й монетарної політики впливають структурні особливості економік, характер економічних завдань, обсяги та структура боргу, доступ до міжнародних ринків капіталу, політичні й психологічні чинники. Структурно-функціональні відмінності розвинутих країн і економік, що розвиваються, обумовлюють різні методи координації монетарної та фінансової політики.

Найпоширеніше розуміння координації монетарної й фінансової політики розвинутих країн полягає у використанні з цією метою інфляційного таргетування. Це дає можливість центральному банку забезпечувати цільовий рівень інфляції, а уряду спиратись у проведенні своєї регулюючої бюджетної політики на стабільну грошову одиницю. Недосконалість координації монетарної та фінансової політики призводить до необхідності взаємної реакції своїми інструментами на наслідки надто жорсткої чи надто м'якої політики, що створює коливання в динаміці й нестабільність.

У країнах із ринками, що розвиваються, взаємодія монетарної та фінансової політики є менш інституціалізованою й більш залежною від уряду. Їм часто притаманне фінансове домінування. Крім того, параметри, які характеризують стабільність, допускають більшу інфляцію та інший її зв'язок із динамікою ВВП. Слабкість економік також робить їх залежнішими від іноземної валюти, що є чинником ризику валютних криз.

В Україні фінансове домінування на основі поєднання м'якої фінансової політики та фіксованого валютного курсу було чинником формування макроекономічних диспропорцій і фінансово-економічних криз 2008 та 2014–2015 рр. (Вдовиченко, &

¹ Global debt stock hit a record \$307 trillion in the first half of 2023, top trade body says. CNBC. 2023. September 20. URL: <https://www.cnbc.com/2023/09/20/global-debt-stock-hit-a-record-307-trillion-in-the-first-half-of-2023-top-trade-body-says.html#:~:text=World%20Markets-,Global%20debt%20stock%20hit%20a%20record%20%24307%20trillion%20in%20the,2023%2C%20top%20trade%20body%20says&text=The%20stock%20of%20global%20debt,the%20Institute%20of%20International%20Finance>.

Ніколайчук, 2018). Перехід у 2015 р. до стратегії ІТ зумовив певні зміни й у механізмі координації фінансової та монетарної політики за рахунок більшої незалежності політики НБУ. Але війна РФ проти України створила умови для стратегічної нестабільності й поставила взаємодію монетарної та фінансової політики в принципово нові умови, пов'язані з необхідністю швидкого реагування на макроекономічні виклики, серед яких особливе значення мають виклики в монетарній і фінансовій сферах, адже в ринковій економіці всі економічні завдання виконуються з використанням ринково-грошових відносин.

В умовах гібридної війни та глобальної нестабільності, які сформували надзвичайно гострі суперечності в монетарно-фінансовій сфері, що породжують навіть виклики суверенності держави, потрібні суттєві корективи в способах розв'язання завдань забезпечення стабільності грошової одиниці та фінансової системи загалом. Це стосується як монетарної, так і фінансової політики та їх взаємозв'язку. В Україні наразі велика частина бюджетних витрат покривається за рахунок не власних ресурсів, а зовнішньої допомоги, боргів і емісії. "Значні бюджетні потреби в першому півріччі 2023 року (майже на 37 % державного бюджету) профінансовано за рахунок міжнародної допомоги"¹, а в 2022 р. "Національний банк України здійснив викуп військових облігацій уряду на суму 400 млрд грн"², практично профінансувавши таким чином державний бюджет.

Така ситуація зумовлює потребу в коригуванні монетарної й фінансової політики, яка повинна бути здатною забезпечувати резиліентність і безпеку соціально-економічної динаміки. За умов зростання невизначеності розвитку стратегія ІТ не дає бажаних результатів, бо має своєю умовою досить високий рівень пропорційності та збалансованості економіки. Навіть переходу до розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, що створює можливість взаємопов'язаного контролю зовнішньої (обмінний курс) і внутрішньої (інфляція) стабільності, в умовах глобальної невизначеності стає недостатньо. Координація монетарної й фінансової політики набуває більшого значення внаслідок тіснішого перехресцювання фінансової та монетарної сфер. Стабілізаційні заходи монетарної політики можуть бути підірвані фінансовим впливом, і навпаки. Тому стає доцільним поєднання монетарного й фінансового таргетування³ та запровадження монетарно-фінансового таргетування як інструмента забезпечення резиліентності й безпеки економічного розвитку.

Такий підхід впливає не тільки з умов, що виникли в результаті війни Росії проти України, а й із загального тренду змін у монетарно-фінансовій сфері, пов'язаних із формуванням нової економічної реальності. Способи відповідей держав

¹ Інфляційний звіт. Липень 2023 року / Національний банк України. С. 28. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q3.pdf?v=4.

² Річний звіт Національного банку України за 2022 рік / Національний банк України. 2023. С. 24. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2022-rik>.

³ Інфляційний звіт. Липень 2023 року / Національний банк України. С. 28. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q3.pdf?v=4.

на економічні кризи, виклики пандемії COVID-19 не вписуються в старі правила та формують нетрадиційну монетарну політику й альтернативні інструменти, одним з яких є кількісне пом'якшення. Є думка, що після кризи можна буде повернутися до традиційної політики. Але ця думка не враховує ту обставину, що невизначеність розвитку стає фундаментальною характеристикою, пов'язаною з переходом до інформаційно-мережевої економіки, та не є лише наслідком окремих шоків. Тому й відповіді на виклики невизначеності повинні мати стратегічний характер.

Виходячи з цілісності соціально-економічної системи та ймовірності неочікуваних нестабілізаційних впливів із будь-якої точки макроекономічного простору, необхідно пов'язати всі ключові макроекономічні цілі й інструменти впливу на них для подолання дисбалансів в єдину систему, у котрій кожна ціль стає залежно від конкретних умов також засобом, інструментом розв'язання завдань забезпечення резиліентності системи. Такому підходу відповідає монетарно-фіскальне таргетування. Його метою є забезпечення засобами фіскальної та монетарної політики стабільності грошової одиниці й інклюзивна монетизація економіки, яка на відміну від сегрегативної монетизації створює умови для повноцінної участі суб'єктів господарювання та населення у створенні національного продукту й розподілі доходів відповідно до статусу та реального внеску в соціально-економічний розвиток.

Монетарно-фіскальне таргетування включає субординований контроль за взаємопов'язаною динамікою інфляції, обмінного курсу, дефіциту/профіциту державного бюджету й платіжного балансу. Залежно від конкретної ситуації кожний із цих параметрів може ставати як проміжною метою, так і засобом для забезпечення резиліентності та безпеки соціально-економічної динаміки. Оскільки така система не може мати стандартних формальних правил для всіх випадків, окрім правила адекватності прийнятих рішень економічній реальності, на перший план виступають професійні знання суб'єктів прийняття рішень, їх уміння досягнути сутність процесів, що відбуваються, і знайти рішення, які відповідають конкретній ситуації та скоординовані зі стратегічними завданнями. У цих умовах принципового значення набувають фундаментальні дослідження закономірностей соціально-економічного розвитку, зміни макроекономічної структури, взаємодії монетарної й фіскальної сфер, поведінкової економіки та підготовки на цій основі висококваліфікованих фахівців, здатних з'ясувати сутність і зовнішні форми нестандартних взаємодій та процесів і пропонувати адекватні ситуації рішення.

Зважаючи на те, що в таких умовах контроль за виконанням формальних правил стає неефективним та й самі правила (крім правила адекватності, що з'ясується лише постфактум) як дієвий інструмент зникають, фундаментальним підґрунтям резиліентності й безпеки в монетарно-фіскальній сфері стає довіра до суб'єктів монетарно-фіскальної влади як така. Населення довіряє вказаним суб'єктам на основі цілковитої впевненості в тому, що вони є найкращими професіоналами в цій справі. У кінцевому підсумку йдеться про таргетування довіри як найбільш фундаментального підґрунтя резиліентності та безпеки монетарно-фіскального простору. А стратегія монетарно-фіскального таргетування слугує інструментом підтримання

такої довіри. Запровадження монетарно-фіскального таргетування зумовлює потребу в перебудові всієї інституційної архітектури монетарно-фіскальної сфери.

Для України, звісно, пріоритетним напрямом розвитку є євроінтеграція. Утім, досвід країн ЄС в окремих випадках не може бути імплементовано на сучасному етапі. Це пояснюється, зокрема, різним рівнем розвитку державних і ринкових інститутів, а також колективним характером деяких із них, наприклад центробанку. У зв'язку з цим особливу увагу слід приділяти також досвіду провідних країн із висхідними ринками.

Враховуючи викладене, можна рекомендувати використання в практиці взаємодій НБУ та уряду (передусім його фінансово-економічного блоку) окремого досвіду координації заходів монетарної й фіскальної політики провідних країн із висхідними ринками, які засвідчили свою ефективність під час боротьби з наслідками пандемії COVID-19.

Організаційно найлегше імплементувати ті приклади координації, коли центральний банк, виходячи із загальної макроекономічної ситуації та своєї відповідальності за її стабілізацію, використовує власні інструменти монетарної й кредитної політики для підтримки ширших державних заходів реагування на пандемію COVID-19.

Щодо висхідних економік, то центральні банки таких країн обмежували свої операції з придбання активів головним чином у тих випадках, коли вони були змушені вжити пруденційні заходи для захисту національних валют від впливу капіталу, у т. ч. шляхом надання валютних своп-ліній і репо (Cantú et al., 2021, с. 13–15). Тобто обмеженням використання цього досвіду для НБУ може бути відмова від режиму вільно плаваючого валютного курсу гривні, що на практиці означає ухилення від відповідальності за зовнішню ціну гривні.

У зв'язку з цим, на нашу думку, НБУ повинен на практиці одночасно здійснювати заходи, спрямовані на досягнення всіх визначених законом цілей, дотримуючись відповідної ієрархії пріоритетів, але не зосереджуючись на виконанні лише одного завдання (досягнення цінової стабільності). Перехід до наступної цілі (від цінової стабільності до фінансової, а далі – до сприяння економічному зростанню) має відбуватися не після повного досягнення попередніх цілей, а паралельно.

Стосовно Уряду, а саме Міністерства фінансів, то він також може сприяти координації монетарної та фіскальної політики на підставі самостійного рішення. Прикладом може бути індійська практика, коли схема випуску державних зобов'язань (облігацій) у різних строках вирішується урядом після консультації з Резервним банком Індії. Урядова стратегія управління боргом приймається після обговорень на піврічних засіданнях, в яких бере участь представник центробанку. Під час зустрічі із фіскальними органами обговорюються останні події на фінансових ринках, можливий вплив кроків центробанку та інші питання, що становлять взаємний інтерес.

Другий варіант узгодження монетарної й фіскальної політики передбачає власне її координацію з обох сторін (центрального банку та фінансово-економічного блоку уряду).

У країнах із висхідними ринками широко практикуються зустрічі керівника центробанку не тільки з міністром фінансів, а й з іншими урядовими високопосадовцями, що у випадку України може означати регулярні зустрічі з Першим віце-прем'єром і міністром економіки. При цьому можна рекомендувати попередньо узгоджувати порядок денний та варіанти спільних рішень на зустрічах заступників голови НБУ й міністра фінансів. У свою чергу, ідентифікація проблемних питань та потенційні точки дотику повинні з'ясовуватися керівниками відповідних департаментів у робочому порядку. Певно, така ініціатива може бути висунута будь-якою стороною та повинна бути підтримана обома сторонами.

Слід зазначити, що існують різні форми інституційних і операційних механізмів, адекватність яких відмінна від країни до країни залежно від низки факторів. Розрізняють кілька рекомендацій та домовленостей, які необхідно впровадити для посилення координації між монетарною й фінансовою політикою (Šehović, 2013, с. 15):

- про незалежність центрального банку (Arrangements for the independence of the central bank);
- щодо запобігання та розв'язання конфліктів (Arrangements for conflict prevention and resolution);
- стосовно обмеження прямих позик центрального банку уряду та державним компаніям.
- щодо збалансованого бюджету або обмеженого бюджетного дефіциту;
- про систему валютного бюро (Currency Board Arrangement).

Якщо двосторонні зустрічі й наради мають усе ж необов'язковий характер (оскільки обумовлені добровільною згодою обох сторін), то участь керівників фінансово-економічних відомств у роботі офіційних координаційних органів, як правило, є обов'язковою. В окремих випадках правила передбачають участь лише безпосередньо керівників (голови центробанку та міністра фінансів), не допускаючи можливості представлення інституції їх заступниками (за винятком випадків, коли заступник офіційно виконує обов'язки першого керівника у зв'язку з його довготривалою відсутністю через хворобу або відпустку, за умови, що питання не можуть бути розглянуті після його повернення до роботи).

Прикладом є бразильська Національна валютна рада (Conselho Monetário Nacional, CMN), яка є вищим органом національної фінансової системи Бразилії та відповідає за формування монетарної й кредитної політики, спрямованої на стабільність валюти та економічний і соціальний розвиток країни. До складу CMN входять державний міністр фінансів (голова ради), державний міністр планування та бюджету, а також голова Центрального банку Бразилії.

Аналогічний орган – Координаційна рада монетарної та фінансової політики (Monetary and Fiscal Policies Co-ordination Board, MFPCB) – створено у Пакистані. Це передбачено спеціальним доповненням до розділу 9-В Закону про Державний банк Пакистану, яке описує функції MFPCB щодо визначення обсягу державних запозичень у комерційних банках з урахуванням кредитних вимог приватного сектору й розширення ліквідності (визначених правлінням центробанку). Закон також

встановлює механізм координації монетарної та фінансової політики. Координаційна рада складається з п'яти членів. Це федеральний міністр фінансів (голова), міністр торгівлі, заступник голови планової комісії, голова Державного банку Пакистану й державний секретар Міністерства фінансів (Secretary Finance Division).

Закон про Південно-Африканський резервний банк (ПАРБ) визначає, що він, пам'ятаючи про основну мету, повинен виконувати свої функції незалежно та без страху, прихильності чи упередженості, при цьому повинні проводитися регулярні консультації між центробанком і членом кабінету, відповідальним за національні фінансові питання. Дійсно, керівник ПАРБ регулярно зустрічається з міністром фінансів, а також проводить брифінги для парламенту. Характерною особливістю взаємодії ПАРБ з урядом ПАР є те, що, не маючи жодних акцій центробанку, уряд має право призначати інших сім членів правління. Ми не вважаємо можливим пряме представництво уряду у вищому виконавчому органі центрального банку, проте з метою постійної координації дій на робочому рівні така участь у Раді Національного банку (враховуючи участь голови Нацбанку в засіданнях Кабінету Міністрів України), на наш погляд, є цілком припустимою.

Досвід координації монетарної та фінансової політики провідних країн із висхідними ринками може бути використаний в Україні з урахуванням її євроінтеграційних прагнень і необхідності поступової адаптації правил та норм діяльності, а також взаємодії центрального банку й уряду до стандартів Євросоюзу. Але навіть з урахуванням вказаних обмежень існують правила та традиції такої взаємодії, які можна імплементувати в практику українських органів монетарної й фінансової політики. В окремих випадках вони вимагають змін законодавства, але й чинна законодавча база залишає ще багато простору для змін внутрішніх правил уряду та НБУ, а головне для практики їх взаємодії, які дадуть змогу забезпечити глибшу й ефективнішу координацію грошово-кредитної та фінансової політики.

Наприклад, враховуючи міжнародний досвід, пропонується внести доповнення до законів України “Про Національний банк України” та “Про Кабінет Міністрів України”. Зокрема, ст. 7 “Інші функції” Закону України “Про Національний банк України” доцільно доповнити п. 2 в такій редакції: “здійснює координацію своєї грошово-кредитної політики із загально економічною і, зокрема, фінансовою, політикою уряду шляхом участі в роботі спеціально створеної консультативної ради”. Крім того, вважаємо за необхідне долучити Міністерство фінансів України до обговорення Основних засад грошово-кредитної політики. З цієї метою пропонується викласти заключне речення ст. 10 “Склад та формування Ради Національного банку” в такій редакції: “Голова Національного банку та міністр фінансів, які призначаються на посаду Верховною Радою України за поданням Президента України, входять до складу Ради Національного банку за посадою”.

Висновки до розділу 24

Усупереч поширеній думці про те, що Адам Сміт та інші класики політекономії вважали неприпустимим втручання держави в дії “невидимої руки ринку”, навіть у їхні часи вони виходили не тільки з можливості, а й із прямого обов'язку дер-

жави виконувати певні функції в економіці. Тим більше ця роль саме ринкового актора притаманна державі в умовах сучасної глобалізації. Звісно, це не стосується випадків втручання в економічну ситуацію за допомогою позаринкових методів (адміністративних обмежень і заборон), але цілком стосується використання ринкових інструментів монетарної та фіскальної політики. Зокрема, в нашому випадку такими “дозволеними” інструментами є валютні інтервенції й кредитні операції центральних банків із використанням тих курсів і ключових ставок, за якими вони здійснюють їх для всіх учасників ринку.

Привертає увагу те, що, здійснюючи такі операції, державна влада в цілком ринковий спосіб (шляхом зміни попиту та пропозиції) може впливати на ціну грошей – як внутрішню (процентна ставка), так і зовнішню (валютний курс). Точніше йдеться про *ціну грошей у часі* (оскільки процентна ставка – це ціна використання грошового капіталу протягом певного періоду) та в *просторі* (адже мається на увазі її оцінка в іноземній валюті, тобто ціна використання на іншій геоекономічній території).

Таким чином, можна констатувати, що фінансова політика держави (особливо два її найважливіших компоненти – фіскальний і монетарний) має виключне значення для сталого економічного зростання та для економічної безпеки. І тимчасом як роль фіскальної політики здебільшого узгоджується із загальними цілями економічної політики, з монетарною політикою періодично (а в Україні постійно) виникають проблеми й непорозуміння.

Хоча НБУ стверджує, ніби таргетування інфляції є головною метою монетарної політики, емпіричні результати свідчать про те, що таргетування реального валютного курсу може бути важливим інструментом економічної політики, адже експортні надходження мають велике значення для економіки й істотний вплив на загальну масу грошей в обігу (шляхом їх конвертації на ринку, включаючи періодичну дію механізму обов’язкового продажу (цесії) іноземної валюти). Поєднання таргетування інфляції та таргетування валютного курсу з пріоритетом останнього є оптимальною монетарною стратегією для країн, що розвиваються, і країн із висхідними ринками з великим надходженням іноземної валюти (Запатріна, 2018, с. 68).

При цьому побоювання втратити експорт змушує монетарну владу реагувати накопиченням доларових резервів і збільшенням пропозиції грошей, таким чином запобігаючи номінальному підвищенню курсу (в разі зростання валютних надходжень) або номінальному падінню курсу (за умови зменшення надходжень та необхідності (можливості) здійснення валютних інтервенцій за рахунок накопичених резервів). Певно, що така тактика приносить користь одним зацікавленим групам за рахунок інших (скажімо, імпортерам за рахунок експортерів чи навпаки; хоча є й складніші комбінації, наприклад на основі галузевого розподілу тощо). Крім того, через “перехідний ефект” (pass-through effect, PTE), який стосується впливу змін обмінного курсу національної валюти до іноземної (або зваженого портфеля іноземних валют) на внутрішні ціни країни на торговельні й неторговельні товари,

валютно-курсові коливання позначаються на внутрішній інфляції (це проявляється в нерівномірному зростанні цін і неодноточному проходженні різними групами економічних агентів “критичної точки інфляції”^{*}, що також істотно впливає на їхні інтереси).

Тимчасом як у закритій економіці основною проблемою монетарної політики є подолання компромісу між інфляцією та безробіттям, яку було всебічно вивчено в новій кейнсіанській теорії, у відкритій економіці існує додатковий компроміс між інфляцією й таргетуванням обмінного курсу. Економіка може або залишити обмінні курси вільно плаваючими та використовувати свою монетарну політику для таргетування внутрішньої інфляції, що зробить економіку більш залежною від зовнішніх шоків, або зменшити залежність від зовнішніх шоків шляхом таргетування обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій; однак монетарна політика тоді буде ендегенною для змін обмінного курсу, й таргетування інфляції стане неможливим. Тому оптимальний ступінь втручання монетарної влади в процес курсоутворення перебуває в центрі політичних і економічних інтересів та дискусій. Останнє, на жаль, не стосується до України, хоча власне теоретичне осмислення ситуації могло б відіграти важливу роль у формулюванні й реалізації національної економічної політики.

Також незадовільною є координація фінансової та монетарної політики в Україні. У цьому плані міжнародний досвід (особливо країн ЄС і провідних держав із висхідними ринками) надає багато прикладів, які можуть бути використані в нашій країні для вдосконалення механізму такої координації.

На нашу думку, однак, головна проблема полягатиме у взаємному бажанні досягти такої згоди, що, найімовірніше, вимагатиме активного посередництва з боку законодавчої влади та/або Президента (який міг би використати для цього в ролі загального майданчика Раду національної безпеки та оборони), адже така координація набула особливого значення в постпандемічний період, надто в умовах воєнного стану.

^{*} Критична точка інфляції – момент, коли реальна купівельна спроможність, або вартість грошей, що перебувають в обігу, починає зменшуватися.

ОБҐРУНТУВАННЯ НАПРЯМІВ КООРДИНОВАНОГО ФІСКАЛЬНОГО ТА МОНЕТАРНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

25.1. Пропозиції щодо становлення системи фінансового таргетування та її узгодження з монетарними цілями

Необхідність координації фінансової та монетарної політики є очевидною щонайменше через їх внутрішній взаємозв'язок і залежність. Адже незбалансованість державних доходів та видатків створює умови для тиску на центральний банк стосовно фінансування бюджетних дефіцитів, що провокує потенційні умови для втрати контролю над динамікою цін і валютного курсу. Разом із тим нерозсудлива монетарна політика має власні явні ризики й загрози, які зазвичай матеріалізуються у вигляді неконтрольованої інфляції, девальвації національної валюти та економічної кризи. Для держави це тягне звуження реальної податкової бази й відповідне скорочення бюджетних надходжень. Інфляційне збільшення доходів при цьому має певні обмежені ефекти лише на початковому етапі розкручування фінансово-інфляційної спіралі, оскільки падіння реальних доходів не тільки унеможливає нормальне відтворення робочої сили, а й спричиняє суспільне напруження, яке нерідко переростає в соціальні кризи.

Небезпеку таких проблем Україна гостро відчула в 1990-х роках, під час гіперінфляції, стрімкого знецінення національних грошей, глибокого спаду виробництва та стійких бюджетних дефіцитів. Для незалежної України це був перший досвід фінансових, бюджетних, економічних і валютних криз. Проте для світової економіки він мав ознаки унікальності мабуть лише тому, що йшлося про транзитивну економіку, яка розпочала трансформацію тотально одержавленого господарства в ринкове. У частині ж фінансових і монетарних ризиків, а також можливих підходів щодо їх нівелювання в міжнародному арсеналі було накопичено не тільки величезний досвід, а й серйозні теоретичні напрацювання. І хоча не всі вони мали однакову результативність, низка методологічних рекомендацій досі розглядаються як базові.

Фінансове таргетування: принципи. Фінансове таргетування (далі – ФТ) можна визначити як комплекс принципів, цілей, завдань, правил і процедур, які використовує держава у своїй бюджетно-податковій політиці для забезпечення сталого та збалансованого національного розвитку.

Теоретично принципи ФТ можуть різнитися між країнами. Проте в умовах глобалізації відбувається універсалізація у сфері не лише виробництва, а й економічних відносин, включаючи практику господарювання, а також визначення та реалізації заходів економічної політики. За таких умов формуються певні теоретичні тренди, котрі безпосередньо впливають на стандарти державного управління. З кінця 1980-х років явні ознаки такого мейнстріму залишаються за постулатами неолібералізму. Попри їх відому дискусійність, наразі вони продовжують домінувати в міжнародній практиці.

В економічній практиці це проявляється в намаганнях спростити податково-бюджетне законодавство та адміністрування заради підвищення їх загальної ефективності. При цьому спостерігається тяжіння до обмеженого державного регулювання за одночасного збільшення свободи приватної ініціативи й ринкового самобалансування. Такий підхід аргументується вищою ефективністю ринкової конкуренції порівняно з механізмами державного управління. Водночас наведене не передбачає цілковитої відмови від державного регулювання як такого. Скоріше йдеться про пошук його мінімально достатнього застосування.

У фінансній сфері така “мінімальна достатність” досі асоціюється з рівнем бюджетного дефіциту, який нижчий 3 % ВВП, та державним боргом, що не перевищує 60 % ВВП. Як добре відомо, зазначені показники активно застосовуються й у національній, і в міжнародній практиці. Зокрема, їх включено в європейський Пакт про стабільність і зростання, а також у перелік Маастрихтських критеріїв¹. Водночас ці показники законодавчо унормовані багатьма державами, які не є членами ЄС чи кандидатами на отримання цього статусу. Наприклад, в Україні їх було включено в Бюджетний кодекс задовго до набуття нею статусу кандидата на вступ до ЄС².

Проте аналіз фактичного дотримання зазначених концептуальних постулатів і фінансних індикаторів свідчить про те, що їх теоретична квантифікація далеко не завжди відповідає практичним реаліям. Так, упродовж 1990–2021 рр. у цілій низці провідних економік рівень боргу центральних урядів явно суперечив вказаним вимогам. Наприклад, у Великій Британії та Японії заборгованість центральних урядів у цей період утрималась у консенсусних межах боргової безпеки (до 60 % ВВП) лише до 1995 р., а у Франції і США – до 2008 р. Після чого почалося стрімке зростання її рівня, й наприкінці 2021 р. він становив у Франції 116,5 % ВВП, у США – 120,4, в Іспанії – 135,8, у Великій Британії – 186,5, в Японії – 217,6 % ВВП (рис. 25.1).

Зазначена статистика є показовою з кількох точок зору. По-перше, зазначені країни не змогли мінімізувати залежність національних економік від державного впливу на рівні не лише зведених бюджетів, а й навіть бюджетів центральних урядів. По-друге, утримання останніх у визначених межах боргової безпеки не захистило

¹ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (also known as the fiscal compact). URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:1403_3.

² Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17?find=1&text=60+%D0%B2%D1%96%D0%B4%D1%81%D0%BE%D1%82%D0%BA%D1%96%D0%B2#w1_1.

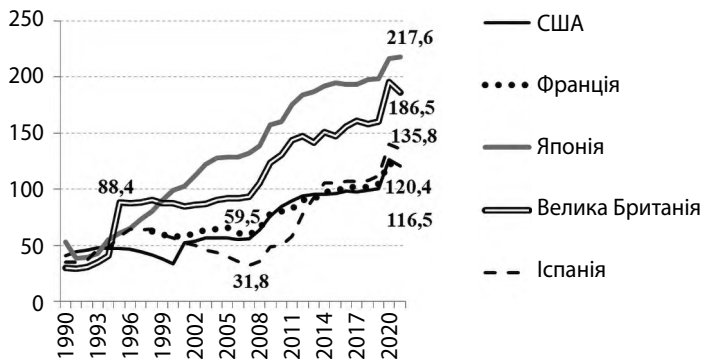


Рис. 25.1. Динаміка заборгованості центральних урядів окремих країн упродовж 1990–2021 рр., % ВВП

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

від глобальної кризи 2008–2009 рр. ні США, ні Францію, ні Іспанію. Більше того, США опинилися в її епіцентрі, а Іспанія – у колі найбільш постраждалих європейських країн. Нарешті, нарощення бюджетних дефіцитів та державного боргу слугувало одним із вимушених наслідків антикризового регулювання під час подолання як тодішньої фінансової кризи, так і коронакризи 2020 р.

За таких умов відповідні стрибки бюджетних дефіцитів, коли їхні показники у 2–4 рази перевищували консенсусний рівень бюджетної безпеки (3 % ВВП), виступали не ознакою фіскального розбалансування, а ціною уникнення серйозніших кризових проблем (рис. 21.2).

Описана практика не була унікальною. За оцінками експертів МВФ, протягом 2004–2021 рр. середнє перевищення встановлених лімітів за бюджетним дефіцитом та державним боргом дорівнювало по різних країнах 50 і 42 %. При цьому під

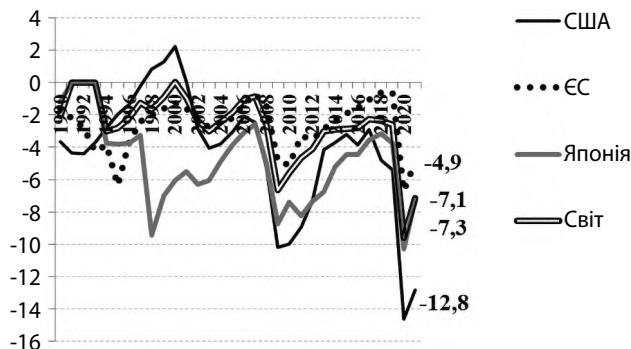


Рис. 21.2. Динаміка бюджетних дефіцитів окремих країн упродовж 1990–2021 рр., % ВВП

Побудовано за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

час коронакризи 90 % країн із борговими обмеженнями допускали перевищення лімітів бюджетного дефіциту (Davoodi et al., 2022, с. 19–20).

Наведене дає підстави порушити питання щодо коректності визначення не лише боргових та бюджетних лімітів, а й базових принципів неолібєрального мейн-стриму. Адже ідея мінімізації державного регулювання не завжди відповідає реаліям економічного життя. Зважаючи на це, мова скоріше має йти про оптимізацію такого регулювання та його узгодження із фазами бізнес-циклу, в яких перебуває національна економіка. При цьому здатність до проведення ефективної контрциклічної політики полягає не тільки (а інколи й не так) у кількісному контролі над бюджетним дефіцитом і державним боргом, а й у розбудові інституційних буферів, здатних мінімізувати вплив кризових шоків та їх наслідків. У фіскальній сфері такі буфери дають змогу спрямовувати антикризові бюджетні заходи на підтримку найкритичніших ланок національної економіки й суспільства.

Фіскальне таргетування: цілі. При розгляді цілей ФТ зазвичай окреслюються ключові напрями та орієнтири економічного, соціального, фінансового та фіскального розвитку країни. Так, С. С. Гасанов, розглядаючи особливості застосування ФТ, виокремлює в ролі середньострокових пріоритетів бюджетної політики України “формування та реалізацію передбачуваної, прозорої та ефективної бюджетно-податкової політики, спрямованої на досягнення стратегічних цілей соціального й економічного розвитку, забезпечення макроекономічної стабілізації, сприяння економічному зростанню та стійкості державних фінансів в умовах зовнішніх викликів і внутрішніх системних реформ”, а також “стабілізацію державних фінансів у загальному контексті стратегії реформування системи управління державними фінансами в умовах євроінтеграційних процесів” (Гасанов, 2017, с. 15).

Не піддаючи сумніву логічність зазначених пріоритетів, їх у принципі можна розглядати як мету бюджетної політики, що несуперечливо узгоджується з якісними цілями ФТ. Аналогічний висновок стосується й іншого пріоритету, визначеного у вказаній праці, а саме “підвищення рівня боргової стійкості державних фінансів”. За змістом наведені цілі (objectives) відображають пріоритети соціально-економічного розвитку країни та її фіскальної сфери. Водночас паралельно з ними можуть використовуватися цілі суто фіскального характеру (fiscal targets), які належать до правил ФТ і специфікують окремі засоби досягнення соціально-економічних цілей.

Так, у Великій Британії цілі (objectives) Міністерства фінансів (казначейства) полягають у забезпеченні стійких та збалансованих державних фінансів, економічного зростання й стабільності, вартості грошей для платників податків і справедливості між поколіннями. Утім, паралельно з цими цілями встановлюються фіскальні цілі (fiscal targets), що визначають, в який саме спосіб уряд планує досягати цілі соціально-економічного розвитку. Наразі відповідні фіскальні цілі включають (Кер, 2023): зниження чистого державного боргу (без урахування Банку Англії) відносно ВВП до рівня, передбаченого п'ятирічним прогнозом Офісу бюджетної відповідальності (Office for Budget Responsibility, OBR); зменшення чистих запозичень державного сектору до рівня, нижчого 3 % ВВП, на п'ятий рік прогнозу, складеного

OBR; утримання витрат на соціальне забезпечення в межах, встановлених Міністерством фінансів (казначейством).

Фіскальне таргетування: завдання. Зважаючи на циклічні бізнес-коливання й безперервний рух економічного та фінансового макросередовища, фіскальний простір держави перебуває під постійним тиском зовнішніх викликів. Це впливає на специфікацію цілей ФТ, а також завдань, які держава має розв'язувати для їх досягнення. У цьому контексті в переліку складових ФТ, що наведено в праці (Гасанов, 2017, с. 16), можна виокремити такі, які вказують на системні завдання ФТ в Україні, зокрема “реформування управління державними нефінансовими та фінансовими корпораціями з метою покращання їхнього фінансового стану й зменшення фіскальних ризиків; проведення пенсійної реформи; запровадження нових механізмів фінансування суспільних послуг; раціоналізація системи субсидій населенню на оплату житлово-комунальних послуг; забезпечення виконання планів мобілізації надходжень від приватизації державного майна; поглиблення фіскальної децентралізації, спрямованої на встановлення раціональніших співвідношень між повноваженнями центральних та місцевих органів; підвищення ефективності використання коштів, залучених від міжнародних організацій”.

Попри те, що зазначені завдання ідентифіковано задовго до початку широкомасштабної війни в Україні, вони навряд чи втратили свою актуальність.

Фіскальні правила. Правила ФТ визначають обмеження в податково-бюджетній сфері, що накладаються на державну політику з метою якнайефективнішого розв'язання поставлених перед нею завдань і досягнення цільових орієнтирів.

Загалом правила можуть бути кількісними та якісними. До кількісних правил зазвичай належать боргові обмеження, що визначають стелю державного боргу відносно ВВП, ліміти щодо рівня бюджетного дефіциту, а також обмеження відносно рівня бюджетних доходів і видатків. На практиці різні кількісні правила можуть застосовуватись одночасно. Якісні правила зазвичай стосуються процедурних обмежень. Так, правило розрахунку “pay-as-you-go” передбачає, що будь-які додаткові витрати, котрі потенційно збільшують бюджетний дефіцит, повинні бути компенсовані, тобто не провокувати його збільшення. У разі застосування “золотого правила” бюджетний дефіцит обмежується обсягом сукупних державних інвестицій. Інші процедурні правила можуть стосуватися, наприклад, того, яка величина бюджету підлягає балансуванню, адже вона залежить від того, який баланс розглядається – структурний чи, приміром, циклічно скорегований. Унаслідок цього використання певних кількісних правил ФТ передбачає необхідність визначення відповідних процедурних правил.

Згідно з даними МВФ, наприкінці 2021 р. близько 105 країн застосовували щонайменше одне кількісне фіскальне правило. При цьому після 2015 р. кількість таких країн зросла на 11 од., а після 1985 р. – на 96. У 2022 р. зазначені країни мали в середньому три фіскальних правила проти двох, як це було на початку 2000-х років. Найбільш виразно збільшення числа застосованих правил спостерігається в європейських країнах (Davoodi et al., 2022, с. 6). Зростання кількості фіскальних пра-

вил, з одного боку, посилює увагу до бюджетної дисципліни, з другого – ускладнює процес контролю над нею. За обстеженнями МВФ, найпоширенішою практикою є поєднання боргового правила з лімітом на бюджетні видатки та/або правилом бюджетного балансу. Так, у 2021 р. ці три правила одночасно використовувала третина країн, які мали кількісні фіскальні обмеження. Правила бюджетних видатків зазвичай встановлюються у вигляді ліміту на їх річне зростання. Між тим правила бюджетних доходів є не так часто використовуваними, оскільки уряди мають менший ступінь контролю над динамікою бюджетних надходжень. Правило бюджетних видатків застосовує менше третини країн із ринками, що формуються. У таких економіках найпоширенішим є боргове правило, адже в понад 80 % випадків вони звертаються саме до нього (Davoodi et al., 2022, с. 7).

Окремим аспектом визначення правил ФТ є їх тривалість, бо, якщо обмеження застосовується, наприклад, лише протягом одного бюджетного року, це скоріше певна кількісна/процедурна стега, ніж правило.

Численні ліміти, котрі використовуються в кількісних правилах, нерідко розглядаються як фіскальні цілі (*fiscal targets*). Однак за такого підходу постає природне питання щодо різниці між численними лімітами, що їх уряд на практиці сумлінно дотримується, й лімітами/обмеженнями, які уряд формально встановлює, але насправді порушує.

У першому випадку, очевидно, ідеться про де-факто діючі кількісні правила. Тоді як у другому – лише про їх існування де-юре. При цьому в останньому випадку уряд може встановлювати певні фіскальні цілі/орієнтири для унормування своєї діяльності з метою приведення її у відповідність із параметрами, визначеними правилами. Саме такі кількісні орієнтири, здається, й варто розглядати в ролі фіскальних цілей. Наприклад, в Україні правило державного боргу щодо його утримання нижче 60 % ВВП де-факто не виконується. Але де-юре країна від нього не відмовляється, плануючи в майбутньому досягти рівня державного боргу, нижчого цієї позначки. Якщо країна встановить цільову траєкторію такого зниження, тоді її кількісні значення можна буде розглядати в ролі відповідних фіскальних цілей (*fiscal targets*).

Аналогічні випадки невиконання кількісних правил щодо величини бюджетного дефіциту та державного боргу наведено на рис. 25.1 і 25.2. За таких умов держава має можливість корегувати правила ФТ, упроваджуючи нові обмеження й цілі. Так, у 2012 р. в ЄС було прийнято Фіскальний пакт (*The Fiscal Compact*), спрямований на врегулювання рівня бюджетних дефіцитів і державного боргу згідно з Маастрихтськими критеріями (Budina, 2013, с. 116). Задля цього було застосовано такі нові правила та відповідні фіскальні цілі: обмеження структурного балансу величиною 0,5 % ВВП або 1 % ВВП, якщо рівень державного боргу нижчий 60 % ВВП; зменшення державного боргу до 60 % ВВП із річним темпом, що дорівнює 1/20 різниці між фактичним і цільовим рівнями боргу; обмеження темпу зростання державних первинних витрат (*primary expenditure*) довгостроковим темпом зростання номінального ВВП (у разі якщо бюджетний дефіцит менший ніж 3 % ВВП).

На противагу такому досвіду Україна не має відповідних навичок з адаптації своїх фіскальних правил. Це наочно свідчить про недостатню ефективність процедур та нормативних механізмів її ФТ. Унаслідок цього виникають колізії. Так, попри те, що у 2014–2017 рр. фактичний рівень державного боргу не лише перевищував боргову стелю (60 % ВВП), а й ще зростає, із 70,3 до 81 % ВВП, державні інститути не робили кроків з унормування практики боргового правила. Тому виникала патова ситуація, оскільки було слід або вносити тимчасові зміни до Бюджетного кодексу (на період, визначений урядом, потрібний для приведення рівня боргу у відповідність із вимогами норми ст. 18 Кодексу), або взагалі відмовитися від “боргового правила” (що є вкрай небажаним), або й далі не звертати уваги на порушення бюджетного законодавства, що також підриватиме довіру до всіх намірів уряду (Гасанов, 2017, с. 11).

Для надання правилам ФТ більшої гнучкості до них можуть застосовуватися “правила відхилень” (escape clauses), які визначають можливість тимчасового порушення норм ФТ через виникнення форс-мажорних обставин. Адже бюджетна консолідація за жорстких фіскальних правил здатна спричиняти істотні втрати, включаючи падіння інвестицій. Так, за окремими оцінками, бюджетна консолідація на рівні 2 % ВВП може асоціюватися зі скороченням державних інвестицій на 10 %. Запровадження за цих умов “правил відхилень” дає змогу зменшити небажані наслідки бюджетних обмежень (Ardanaz et al., 2020). Проте ефективне визначення й застосування таких правил є дещо проблематичним, що пов’язано зі складністю чіткого встановлення всіх можливих надзвичайних подій, коли можуть дозволятися відхилення від звичайних правил ФТ, а також урегулювання процедур запуску “правил відхилень” та відмови них із поверненням до звичайних норм ФТ. Через складність нормативного врегулювання таких ситуацій “правила відхилень” можуть мати занадто формальний характер, унаслідок чого їх дієвість виявляється не надто високою.

Під час подолання глобальної фінансової кризи та її наслідків (2008–2010 рр.) майже 30 % усіх країн змінили або призупинили дію своїх фіскальних правил. Причому в більшості випадків це робилося за відсутності “правил відхилень”. Водночас у розпал коронакризи такими правилами скористалися понад 30 країн (Davoodi et al., 2022, с. 13).

Фіскальне таргетування: процедури. Визначення та впровадження практично всіх складових ФТ здійснюється за допомогою певних процедур, які виступають окремим елементом ФТ і потребують власного унормування. Останнє може відбуватися на рівні політичних зобов’язань, коаліційних угод, законодавства, включаючи конституційні норми, й міжнародних договорів. При цьому процедурна практика визначення правил ФТ не залежить від їх конкретного виду, а саме від того, про що йдеться – боргові правила, правила балансування бюджету, його доходів чи видатків.

Процедурним трендом останніх десятиліть є законодавче встановлення фіскальних правил. Так, якщо у 2000 р. такого визначення фіскальних правил до-

тримувалося 30 % країн, то у 2021 р. їх частка перевищила 60 %. При цьому відповідні норми впроваджувалося на рівні не лише бюджетного законодавства (Вірменія, Ямайка, Парагвай), а й конституції (Бразилія, Данія) (Davoodi et al., 2022, с. 8).

Прикладами конституційного встановлення боргового правила (60 % ВВП) можуть слугувати Польща та Словаччина. При цьому в Словаччині визначено спеціальні процедури запобігання його порушенню. Так, за умов досягнення державним боргом 50 % ВВП міністр фінансів повинен звітувати парламенту з обґрунтуванням заходів щодо зменшення боргового навантаження. Якщо воно все ж таки зростає й сягає 53 % ВВП, уряд має прийняти пакет заходів зі скорочення боргу та замороження заробітних плат. У разі досягнення боргом 55 % ВВП бюджетні видатки автоматично зменшуються на 3 %, а видатки наступного року заморожуються, за винятком тих, що фінансуються спільно із фондами ЄС. Якщо рівень державного боргу зростає до 57 % ВВП, уряд зобов'язаний представити збалансований бюджет (Budina, 2013, с. 125–126).

Поширенішою процедурою автоматичного корегування бюджетних витрат і боргового навантаження є секвестр бюджету. За даними МВФ, зі 104 обстежених країн механізми автоматичного корегування бюджетних витрат при виконанні фіскальних правил мали 72 країни (Davoodi et al., 2022, с. 9). При цьому сам факт масового порушення фіскальних правил після початку глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. вказує не лише на невисоку ефективність такого корегування, а й на проблематичність базових постулатів, покладених в основу ФТ.

Своєрідним процедурним прикладом ФТ може бути використання незалежних установ, які мають мандат на оцінку та моніторинг реалізації фіскальної політики держави, а також надання суджень щодо її відповідності заявленим економічним і соціальним цілям розвитку. Діяльність таких установ дає змогу мати більш збалансовані оцінки стосовно ефективності фіскальної політики, її відповідності встановленим соціально-економічним цілям та визначення можливих заходів з її вдосконалення.

Так, у Швеції відповідні функції покладено на Раду з фіскальної політики (Fiscal Policy Council), яка стежить за дотриманням бюджетних правил, оцінює рівень фіскальної стабільності, прозорості бюджету та якість прогнозів, на котрих він базується. Наявність відповідних незалежних оцінок допомагає підвищити дієвість фіскальної політики, а також її методологічних засад. У Великій Британії функції незалежного наглядового органу виконує Офіс бюджетної відповідальності, котрий складає незалежні прогнози та оцінки дієвості бюджетної політики держави (Кеер, 2023, с. 6).

Одним із ключових поштовхів для впровадження незалежного контролю над фіскальною політикою стала глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. та спричинене нею зростання боргових зобов'язань державного сектору. Відповідні фіскальні ради було створено, зокрема, у Бразилії, Коста-Риці, Чилі, Панамі, Греції, Угорщині, Колумбії. Згідно з оцінками МВФ, станом на 2021 р. незалежні фіскальні ради існували в 49 країнах. Причому після 2010 р. їх кількість збільшилася вдвічі, а після

2016 р. – на третину. У 2015 р. в ЄС було створено Європейську фіскальну раду (European Fiscal Board) для контролю виконання наднаціонального законодавства (Davoodi et al., 2022, с. 10–11).

Необхідність унормування фіскальних параметрів сприяла розвитку нових підходів до визначення й виконання податково-бюджетних цілей, завдань, правил та процедур їх реалізації. Якщо раніше, у широкому контексті, йшлося про проведення фіскальної політики в сталих кількісних межах, то в нових умовах постало питання визначення траєкторії зниження бюджетних дефіцитів і боргового навантаження задля досягнення їх колишніх допустимих максимумів. У цьому розумінні фіскальна політика набула ознак фіскального таргетування. На кшталт таргетування в монетарній сфері почали визначатися довгострокові фіскальні цілі; незалежні органи, що виконують супутні прогнози розрахунки та оцінюють рівень успішності податково-бюджетної політики держави; набули особливого значення процедури, які регламентують дії фіскальних органів; зросла роль законодавства при визначенні відповідних складових ФТ.

25.2. Напрями формування процентної політики в контексті досягнення цілей монетарного таргетування та фіскальної стійкості

Процентна політика центрального банку – це набір заходів і рішень, які він приймає для контролю грошового обігу та впливу на рівень процентних ставок у країні. Процентні ставки впливають на вартість позик, процентний дохід, інвестиції й інфляцію. Метою процентної політики центрального банку може бути досягнення різних цілей, таких як стабільність цін, сприяння економічному зростанню, забезпечення повної зайнятості, контроль інфляції тощо. Така політика відіграє ключову роль у регулюванні економіки та фінансової стабільності країни. Водночас процентна політика центрального банку через вплив на різні види процентних ставок детермінує можливості уряду досягати цілей фіскальної стійкості. Процентна політика визначає рівень процентних ставок економіки, що відображається на таких аспектах фіскальної стійкості, як вартість державних запозичень, податкові доходи (динаміка ставок детермінує доступність позичкових коштів для підприємств, зміни в їх виробничій активності й обсягах сплачуваних ними податків, а зміна дохідності заощаджень може впливати на споживчі настрої домогосподарств, рівень споживчого попиту, активності бізнесу та обсяги податкових доходів бюджету); державні витрати (зміна ставок позначається на витратах на обслуговування державного боргу).

Уряди можуть досягати фіскальної стійкості шляхом контролю за розміром бюджетного дефіциту, регулюванням податків і витрат, а також за рівнем та структурою державного боргу. З точки зору монетарних цілей, забезпечення фіскальної стійкості є важливим елементом створення умов для стабільної й низької інфляції.

Зв'язок між процентною політикою й засобами посилення фіскальної стійкості полягає в тому, що обидва цих інструменти використовуються для досягнення макроекономічних цілей, таких як стабільність цін, економічне зростання та спо-

живча довіра. Вони можуть взаємодіяти: наприклад, зниження процентних ставок центральним банком може стимулювати інвестиції й споживчі витрати, що здатне допомогти досягти фіскальної стійкості шляхом прискорення економічного зростання та підвищення рівня доходів. Однак важливо гарантувати, що ці інструменти будуть використовуватись узгоджено й спільно для досягнення балансу між різними макроекономічними цілями.

Економічна криза 2020–2021 рр. зумовила подальшу еволюцію поглядів на застосування інструментів процентної політики для зваженого досягнення цілей монетарного таргетування та фіскальної стійкості. В умовах пандемії COVID-19 МВФ і Світовий банк, на відміну від попередніх криз, рекомендували робити акцент на підтримці сукупного попиту, поєднуючи стимулюючу фіскальну політику з м'якою процентною політикою та здійснюючи посилене фінансування сфери охорони здоров'я¹. Стимулюючу фіскальну й процентну політику рекомендувалося продовжувати доти, доки економічне відновлення набуде стійкого характеру, а формування національних заощаджень відновиться до допандемічних показників. Заходи процентної політики зосереджувалися на розширенні інструментарію пільгового кредитування банків і реального сектору задля сприяння економічній активності, зайнятості та фінансовій стабільності.

Однак в українських умовах застосування заходів м'якої процентної політики наражається на провали ефективності, викликані низькою дієздатністю інституту фінансового посередництва. Вітчизняні банки майже не беруть участі в перерозподілі національних заощаджень на цілі кредитування й інвестицій. Грошова маса переважно пасивно зберігається на банківських рахунках. Станом на вересень 2023 р. працюючі банківські кредити становили близько 10 % ВВП (у т. ч. бізнесу – до 7 % ВВП), із них половина видана в рамках програм державної підтримки кредитування. Для порівняння: рівень працюючого банківського кредитування в Румунії сягає 30 % ВВП, в Угорщині – 50, у Польщі – 60, у Туреччині – 80, у Чилі – 100, у Таїланді – 130, у Малайзії – 140 % ВВП².

Через низьку ефективність фінансового посередництва не відбувається адекватна трансмісія монетарних імпульсів на стан фінансових ринків. Концентрація активів банків спостерігається переважно у сфері безризикових депозитних сертифікатів НБУ. Банківська система характеризується наявністю рекордно високого рівня ліквідності й капіталізації (коефіцієнт адекватності капіталу банків становить 25 за нормативу 10).

На важливості модифікації принципів процентної політики для підтримки економічного зростання наголошують у своїх працях О. Бланшар (Blanchard et al., 2010) та Е. Тернер (Тернер, 2020). Т. Сарджент для пояснення впливу процентної політики на цілі фіскальної стійкості запропонував терміни "фіскальне домінуван-

¹ Managing Divergent Recoveries. IMF World Economic Outlook. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>.

² Розраховано нами за даними: IMF Financial Soundness Indicators (FSIs) Data Base. URL: <https://data.imf.org/?sk=51b096fa-2cd2-40c2-8d09-0699cc1764da>.

ня” й “монетарне домінування”, а також визначив критерії оптимальності процентної та фіскальної політики з огляду на темпи економічного зростання (Sargent, & Wallace, 1981). Те, що волатильність процентної політики перешкоджає стабілізації економічного зростання на рівноважному рівні в довгостроковій перспективі й призводить до зменшення обсягів випуску, чітко показав Е. Канділ (Kandil, 2000).

Позиціонування нейтральності процентної політики стосовно процесів реальної економіки походить із так званої концепції довгострокової нейтральності грошової пропозиції, яка набула популярності завдяки працям Ф. Гаєка ще в 1930-х роках (Hayek, 2008). У її основу покладено уявлення про ринки ідеальної конкуренції, де структура економіки залишається гнучкою за будь-яких умов доступу до кредитних ресурсів. Згідно із зазначеною концепцією, зменшення чи збільшення грошової пропозиції жодним чином не зачіпає процеси реального виробництва чи споживання, а лише впливає на зміну цін. Суб'єкти такої економіки зберігають кредитоспроможність за несприятливих умов і можуть легко нарощувати обсяги своєї активності в разі настання сприятливих умов. Однак технологічний процес виробництва в різних видах діяльності потребує неоднакових строків обороту фінансового капіталу. Висока ставка процента може бути прийнятною для галузей зі швидким оборотом капіталу та цілком неприйнятною для галузей, що мають тривалий процес виробництва або потребують постійних вкладень у дослідження й розробки. Затяжний період функціонування економіки в умовах дорогих грошей призводить до спрощення економічної діяльності, її деіндустріалізації, скорочення інновацій, втрат людського капіталу. Анулюється інклюзивність економічного зростання, що підриває довгострокову стабільність економіки.

Після глобальної кризи 2008–2009 рр. через уведення в дію та посилення макропруденційних нормативів знизилась ефективність кредитного каналу процентної політики. Особливо гостро проблема обмеженості банківського кредитування постала для країн із малим доступом бізнесу до капіталу, зі слабкими фондовими ринками, з низьким і пригніченим внутрішнім попитом. Проблема звуження кредитування, зокрема в сегменті дрібного бізнесу, має широкі небезпечні наслідки як для суспільного добробуту та сталого розвитку, так і для фіскальної стійкості. Саме тому центральні банки провідних країн світу протягом останніх років приділяли увагу розвитку програм пільгового рефінансування специфічного банківського кредитування (підтримка малого й середнього бізнесу тощо). Такі ініціативи здійснювалися ФРС, ЄЦБ, центробанками Великої Британії, Швейцарії, Угорщини та інших країн (наприклад, програми TLTRO в ЄС, The Funding for Lending Scheme у Великій Британії, FGS в Угорщині¹).

Окремий вплив на фіскальну стійкість має впровадження центральними банками монетарного режиму інфляційного таргетування (ІТ), який набув значного поширення у ХХІ ст. (в Україні – з 2016 р.). Дедалі частіше з боку ряду авторитетних економістів лунає критика на адресу абсолютизації інфляційних цілей, що

¹ Fiscal Sustainability: A 21st Century Guide for the Perplexed / IMF. IMF Working Paper. 2013. April.

може призводити до загострення проблем економічного зростання та нерівності (Blanchard et al., 2010; Stiglitz, 2008).

Країни з ринками, що формуються, більше потерпають від недоліків монетарного режиму ІТ, оскільки в них трансмісійні механізми грошово-кредитної політики слабо передають потрібні імпульси, а фінансові ринки є неглибокими. Це часто призводить до ситуацій, коли поведінка економічних суб'єктів не детермінується ринковими очікуваннями, а пов'язується переважно із ситуативними уявленнями про вплив тих чи інших шоків. Економічні системи таких країн є фундаментально нестійкими, а інститути – крихкими.

Криза COVID-19, екологічні проблеми та збройні конфлікти зумовлювали подальшу трансформацію поглядів на роль процентної політики: посилилась її відповідальність за ефективність фінансового посередництва й продуктивне використання національних заощаджень на цілі економічного зростання, злагожене функціонування фінансових ринків, підтримку зайнятості, боротьбу з нерівністю, подолання викликів, пов'язаних із кліматичними змінами. На порядок денний завдань сучасної процентної політики виносяться проблеми налагодження ефективної взаємодії монетарних інструментів та заходів фінансової і структурної політики, забезпечення стабільного й ліквідного функціонування фінансових ринків, сприяння фінансуванню проектів, спрямованих на інклюзивне економічне зростання.

Фіскальна стійкість та процентна політика. Фахівці МВФ визначають стійкість державних фінансів, або фіскальну стійкість, як здатність уряду дотримуватися заданих параметрів фіскальної та процентної політики, залишаючись при цьому платоспроможним. Якщо ж певна комбінація фіскальної й процентної політики на невизначено довгому часовому проміжку призведе до неплатоспроможності уряду, така політика класифікується як нестійка¹.

Базовою передумовою фіскальної стійкості є задоволення урядом умови міжчасової платоспроможності: уряд має генерувати достатньо ресурсів для обслуговування своїх зобов'язань (у термінах поточної дисконтованої вартості) таким чином, щоб виключити можливість дефолту чи реструктуризації. У цьому контексті стійка фіскальна політика є такою, що утримує уряд у стані платоспроможності, не зазнаючи жодних модифікацій протягом невизначено довгого часового періоду. Стійкість означає також реалістичність (можливість) упроваджувати фіскальні коригування, які забезпечують утримання платоспроможності уряду. На противагу цьому в разі кризового стану державних фінансів “нестійка” ситуація означає неможливість (унаслідок дії політичних, економічних або соціальних чинників) того обсягу первинного балансу бюджету, котрий здатний убезпечити уряд від дефолту чи реструктуризації боргу.

Проявом нестійкості фінансової позиції держави, як правило, є необмежене зростання відносної величини державного боргу. Неминучим наслідком нестійкості державних фінансів є гіперінфляція та/або відмова держави від обслуговування своїх зобов'язань (дефолт). Загальновизнаним критерієм фіскальної стійкості дер-

¹ Fiscal Sustainability: A 21st Century Guide for the Perplexed / IMF. IMF Working Paper. 2013. April.

жави є утримання співвідношення державного боргу та ВВП на постійному рівні або зменшення (наближення) величини державного боргу до безпечного цільового рівня.

Межі стійкості відрізняються в міжкраїнному й міжчасовому вимірах. Спроможність уряду управляти великим державним боргом залежить від рівня розвитку фінансових ринків, оцінки фінансових ризиків ринковими суб'єктами, довіри до економічної політики, зокрема до здатності уряду консолідувати державні фінанси.

А. Ауербах і Л. Котлікофф запропонували показник фіскального розриву (*fiscal gap*) як різницю між доходами й видатками уряду на тривалому часовому проміжку, виражену зазвичай у відсотках (Auerbach, Gokhale, & Kotlikoff, 1994). Фіскальний розрив інтерпретувався ними як процентне збільшення доходів уряду чи скорочення його видатків, що є необхідними для збалансування державних фінансів у довгостроковому періоді. Вважалося, що фіскальний розрив заданої величини може бути нівельований одномоментним або розтягнутим у часі підвищенням податків, скороченням видатків бюджету чи комбінацією вказаних заходів.

Фахівці Єврокомісії обґрунтовують, що за відсутності тренду збільшення державних витрат і зменшення державних доходів державні фінанси можуть вважатися стійкими, якщо утримання поточного рівня первинного балансу бюджету є достатнім для стабілізації співвідношення державного боргу та ВВП за поточних темпів економічного зростання й рівня процентних ставок¹. За правилами ЄС, для оцінки фіскальної стійкості розраховується величина фіскальних розривів – різниці між поточним рівнем структурного первинного балансу бюджету та первинним балансом, який забезпечує стабілізацію обсягу державного боргу. Індикатори фіскальних розривів вказують на величину коригувань фіскальної політики в середньо- чи довгостроковому періодах, що необхідні для утримання стійкості державних фінансів.

У практиці країн Євросоюзу для оцінки фіскальної стійкості та планування фіскальної політики використовується індикатор фіскального розриву *S1*, який ґрунтується на прогнозах економічного зростання, процентних ставок, сальдо бюджету, старіння населення й пов'язаних із ним державних витрат. Індикатор вимірюється у відсотках зміни співвідношення структурного первинного балансу сектору загального державного управління та потенційного ВВП, яка є необхідною для приведення стартової позиції по структурному балансу й боргу до циклічно нейтрального рівня.

Формула розрахунку індикатора фіскальної стійкості (*S1*) включає чотири компоненти: компонент *A* вимірює стартовий фіскальний структурний дисбаланс, спричинений поточними рівнями державного боргу та первинного структурного дефіциту; компонент *B* – фіскальне коригування, пов'язане з приведенням первинного структурного дефіциту до циклічно нейтрального рівня; компонент *C* відображає фіскальне коригування, викликане приведенням стартового рівня дер-

¹ European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Fiscal Sustainability Report 2012. European Union 2012.

жавного боргу до цільового рівня; компонент D показує вплив процесів старіння населення на величину додаткових видатків загального уряду й, відповідно, на рівень структурного дефіциту державних фінансів. При вимірюванні всіх компонентів використовується співвідношення процентної ставки позичкового капіталу та темпів економічного зростання.

У формулі обчислення фіскального розриву $S1$ фігурує компонент r_t – індекс обтяжливості обслуговування боргу. Він обчислюється як співвідношення середньої процентної ставки обслуговування боргу й темпу приросту номінального ВВП у році t (G).

Для державного боргу, номінованого в національній та іноземній валюті, застосовуються різні параметри рівня процентної ставки обслуговування боргу: Rnv – для боргу в національній валюті та Rvk – для боргу в іноземній валюті.

Формула розрахунку індексу обтяжливості обслуговування державного боргу має вигляд:

$$r_t = \frac{(1 + Rvk_t)}{(1 + G_t)} \times (1 + i\$_t) \times s\$_t + \frac{(1 + Rnv_t)}{(1 + G_t)} \times (1 - s\$_t), \quad (25.1)$$

де $s\$$ – частка державного боргу в іноземній валюті; $i\$$ – індекс зміцнення курсу долара США відносно національної валюти.

Для країн ЄС застосовується п'ятирічний горизонт фіскальної корекції, у рамках якого складаються відповідні прогнози щодо процентної політики й економічного зростання. Отже, параметри процентної політики мають безпосередній вплив на досягнення умов фіскальної стійкості.

Монетарне таргетування. Ключовим завданням центрального банку та його процентної політики в умовах стабільного функціонування економічної системи, як правило, є зниження й стабілізація рівня цін. Однак інфляційний таргет є далеко не єдиним цільовим показником процентної політики у світовій практиці. За даними МВФ, у 42 % країн світу цільовим показником процентної політики є динаміка обмінного курсу, у 22 % – інфляції, у 11 % – монетарні агрегати, у 25 % країн – інші таргети. У регіоні Європи ситуація є дещо іншою: 60 % центробанків мають задекларованою ціллю процентної політики інфляцію, 32 % – обмінний курс, 4 % – монетарні агрегати та 4 % центробанків – інші таргети¹.

В економічних колах вважається, що режим інфляційного таргетування забезпечує порівняно вищу зовнішню стійкість економіки, оскільки дисбаланси потоків капіталу автоматично нівелюються гнучким курсоутворенням. Однак цей режим схильний до перебільшення інфляційних ризиків і надмірного гальмування економічного зростання (Nordstrom et al., 2009; Ostry, Ghosh, & Chamon, 2012).

¹ IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020. 2021. August. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2021/08/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2020-49738>.

У період поширення коронакризи й постпандемічного відновлення актуалізувалося питання доцільності застосування надміру жорстких параметрів процентної політики для досягнення низьких темпів інфляції. Центральні банки задіяли масштабні монетарні стимули для підтримки своїх економік, які не відповідали їхнім довгостроковим цілям щодо споживчої інфляції, але спрямовувалися на відновлення монетарної трансмісії в короткостроковому періоді. Стрімке підвищення ключової процентної ставки у відповідь на пришвидшення інфляції не вбачалося раціональним рішенням з огляду на розмах кризових ефектів, що зачепили сфери й фінансової стійкості, й бізнес-активності, й збереження людського капіталу.

У період посткризового відновлення різкий перехід до жорстких параметрів процентної політики є особливо ризикованим для країн із ринками, що формуються. Слабкість їхніх інститутів та домінування немонетарних чинників інфляції можуть швидко призвести до розвороту нестійких темпів відновлення й стагнації. У таких країнах трансмісія ключової ставки є слабкою та часто навіть не досягає споживчих ринків, де формується інфляція, залишаючись переважно на межі взаємовідносин центрального банку й комерційних банків (як, наприклад, у теперішній ситуації з депозитними сертифікатами НБУ, коли їхні процентні ставки у 2-3 рази перевищують процентні ставки за строковими гривневими депозитами банків для населення).

Україна вже мала негативний досвід “жорсткого” циклу монетарної політики 2017–2019 рр., коли темпи відновлення економіки впали до критично низьких показників (близько 3 % на рік після кардинального зниження реального ВВП на 16 % у 2014–2015 рр.), натомість інфляція досягла таргету в 5 % наприкінці 2019 р. Тоді в економіці посилювалося безробіття, трудова еміграція, розпочався спад у промисловості, рекордно погіршився платіжний баланс.

На системні недоліки монетарного режиму інфляційного таргетування неодноразово вказував нобелівський лауреат Дж. Стігліц. Він довів, що функціонування режиму ІТ має своїм наслідком слабку економіку й високий рівень безробіття, що тільки ускладнює завдання виживання бідних країн у турбулентному світі (Stiglitz, 2008). Можливими напрямками модифікації мандата центрального банку є спрямування його діяльності на досягнення комбінованих цілей, що включають номінальний чи реальний ВВП, рівень безробіття, інфляцію тощо. Зокрема, Д. О'Нілл обґрунтовує, що в нинішніх умовах підпорядкування монетарної політики цілі приросту номінального ВВП надало би процесу посткризового економічного відновлення оптимальної динаміки (O'Neill, 2020).

Немонетарна інфляція. Ризик надмірного пригнічення економічного зростання в країнах із несформованими ринками значною мірою зумовлюється домінуванням у них немонетарних або структурних чинників інфляції. Такі чинники не генеруються надмірним попитом, а пов'язані зі зростанням витрат чи проведенням певних структурних реформ (наприклад, у результаті реформ у сфері енергетики, ринку праці тощо). Їх проінфляційна дія безпосередньо не залежить від прийняття рішень щодо ключової ставки.

Поточна інфляційна динаміка в Україні зазнає істотного тиску з боку таких немонетарних чинників, як висока імпортозалежність економіки, неконкурентні ринки, реформи у сфері енергетики, зростання військових витрат. Воєнні ризики, девальвація обмінного курсу, підвищення тарифів, акцизів, світових цін на нафту, епідеміологічних витрат на медицину та санітарну безпеку – всі ці фактори впливають на корекцію цін окремих виробників залежно від їхнього технологічного процесу. У вересні 2023 р. річна інфляція України становила 7,1 %, однак при цьому компоненти інфляції із сильним немонетарним впливом зросли на 6,8 %, а з низьким і середнім – на 7,7 % (табл. 25.1). Тобто 4,7 % із 7,1 % річної інфляції було зумовлено компонентами з великим немонетарним впливом. Посилення впливу немонетарних чинників спостерігається із серпня 2020 р., а з листопада того ж року вони цілковито домінують у структурі інфляції, генеруючи понад 60 % загального приросту цін.

Таблиця 25.1

Складові інфляції України у вересні 2023 р., %

Показники інфляції	Частка в інфляції	Річний приріст інфляції
Інфляція	100,0	7,1
У т. ч.:		
Компоненти з великим немонетарним впливом	66,5	6,8
Компоненти з низьким і середнім немонетарним впливом	33,5	7,7

Розраховано та складено авторами.

Враховуючи немонетарний характер основних чинників інфляції, оперування ключовою ставкою НБУ для її корекції в нинішніх умовах має дуже обмежений вплив. Немонетарна інфляція не може бути ефективно нівельована інструментом облікової ставки, який є засобом впливу на попит, а зростання вартості витрат та їх мультиплікація в цінах слабо залежать від змін попиту. Таким чином, домінування немонетарного характеру інфляції спонукає до модифікації системи прийняття рішень із монетарної політики в контексті забезпечення їх більш збалансованого впливу на інфляційні процеси й процеси економічної активності.

Внутрішній попит. Важливим індикатором для оцінки прийнятності тих чи інших змін монетарної політики як реакції на інфляційні процеси є стан внутрішнього попиту економіки та рівень розриву між фактичним і потенційним ВВП. В умовах пригніченого внутрішнього попиту й від'ємного розриву ВВП підвищення ставки процента (як реакція на високі темпи інфляції) критично обмежить доступність позичкового ресурсу для суб'єктів ринку, що призведе до звуження економічної діяльності, скорочення заходів фінансової підтримки економіки, непродуктивного витрачання накопичених заощаджень на покриття збитків або навіть до банкрутства.

Поточний стан економіки України є далеким від рівноважного. За підсумками 2022 р., падіння реального ВВП сягнуло близько 30 %. Основним чинником зниження внутрішнього попиту України стало скорочення інвестиційної діяльності (на понад 50 %). Падіння споживчих витрат становило 20 %. При цьому майже 70 % споживчих витрат в Україні представлені товарами та послугами першої потреби (продовольчі товари, медицина, житлово-комунальні послуги). Жорсткіша монетарна політика в таких умовах здійснювала рестрикційний ефект на динаміку економічної активності, яка перебуває дуже далеко від свого рівноважного рівня. Крім того, підвищення ключової ставки очікувано вплинуло на зростання вартості державних запозичень, що обмежило можливості уряду України в залученні запланованих позик та реалізації бюджетних програм антикризової підтримки економіки.

Ризики посилення нерівності. Посилення нерівності є однією з основних проблем, здатних генерувати нестабільність економічного розвитку. Саме тому останніми роками представники міжнародних організацій приділяють цій проблемі особливу увагу, розробляючи рекомендації країнам світу до національних стратегій розвитку¹.

Тривале застосування жорстких параметрів монетарного режиму інфляційно-таргетування призводить до перерозподілу доходів від одержувачів заробітних плат (більш незаможних громадян) до отримувачів доходів від володіння фінансовими активами (заможніших громадян), чим провокується посилення нерівності. Така ситуація є дуже небажаною в кризові періоди, коли підвищується рівень соціальної й політичної напруги в суспільстві. Значна нерівність у доходах провокує неефективність ринків, оскільки “надмірні” доходи заможних громадян виключаються з ефективного економічного обороту, концентруючись у сферах володіння фінансовими активами та нерухомістю. Зазначене зумовлює потребу в підвищенні гнучкості монетарного режиму таргетування інфляції задля запобігання ризиковому нарощуванню нерівності й забезпечення умов інклюзивності економічного зростання.

Отже, під час структурних криз роль процентної політики характеризується зміщенням акцентів на сферу підтримки економічного зростання, фінансового посередництва, забезпечення стабільності та ліквідності фінансових ринків. Для України – як країни з несформованими ринками, домінуванням немонетарних чинників інфляції, високою імпортозалежністю, проблемним трансмісійним механізмом монетарної політики – особливо важливо зберігати гнучкість режиму ІТ, що уможливлуватиме пріоритетну підтримку економічного зростання в періоди істотного пригнічення попиту і структурних криз.

Координація процентної політики центрального банку та фіскальної політики уряду в період кризи й посткризового відновлення має здійснюватися з акцентом на створенні сприятливих фінансових умов для реалізації державою програм

¹ Human Development Report 2019: Beyond income, beyond averages, beyond today: Inequalities in human development in the 21st century / UNDP. 2019. URL: <https://hdr.undp.org/content/human-development-report-2019>.

антикризової фінансової підтримки економіки, а також забезпечення ефективної трансмісії ключової ставки (її обґрунтованого рівня) на ринках державних облігацій.

Реалії воєнного часу також вимагають коригування традиційних підходів до монетарної політики, що реалізується в ринкових умовах мирної економіки. У цьому контексті доцільно навести досвід США під час Другої світової війни та в післявоєнний період. Протягом 1942–1951 рр. у цій країні не існувало ринкових ставок на кредитні ресурси й позичкові кошти для уряду, а ФРС зобов'язалася викуповувати короткострокові казначейські векселі за ставкою 0,375 % річних, при цьому максимальний ліміт ставок для довгострокових державних зобов'язань було визначено на рівні 2,5 % річних (Томпсон, 1992).

Політика НБУ повинна враховувати немонетарний тиск на рівень інфляції в Україні та передбачати можливість тимчасового виходу траєкторії інфляції за межі цільового діапазону без наджорсткої реакції з боку облікової ставки. Адже жорстка корекція немонетарної інфляції монетарними методами призводить до зменшення доступності позичкових ресурсів і посиленого витрачання економічними суб'єктами наявних заощаджень, що має наслідком гальмування процесу економічного відновлення.

25.3. Концептуальні засади застосування реальної нейтральної процентної ставки в практиці монетарного регулювання економіки

Оцінка нейтральної вартості грошей є ключовим елементом у процесі прийняття рішень із монетарної політики в сучасній практиці регулювання грошово-кредитних відносин. Імплементация певного рівня фактичної процентної ставки відносно її нейтрального рівня дає можливість проводити жорстку чи м'яку монетарну політику в умовах певної фази економічного циклу. Значення нейтральної ставки слугує орієнтиром для прийняття рішень центрального банку щодо корекції його процентної політики. Залежно від значення ключової ставки відносно її нейтрального рівня та поточної величини розриву ВВП монетарна політика чинитиме контрциклічний або проциклічний ефект на економічне зростання (табл. 25.2).

Таблиця 25.2

Ефекти впливу процентної ставки на економіку

Розрив ВВП		Реальний ВВП	
Розрив процентної ставки		Нижче потенційного (від'ємний розрив)	Вище потенційного (додатний розрив)
Ключова реальна процентна ставка	Вище нейтральної (жорстка політика)	Контрциклічний ефект	Проциклічний ефект
	Нижче нейтральної (м'яка політика)	Проциклічний ефект	Контрциклічний ефект

Складено автором.

Концепцію нейтральної ставки вперше запропонував К. Віксель ще в 1898 р. Він визначав її як рівень процента, що врівноважує дохідність інвестиційних вкладень у фінансові активи з дохідністю нефінансових інвестиційних проєктів (Wicksell, 2007). Активне застосування цієї концепції на практиці розпочалося після виходу фундаментальної праці М. Вудфорда, котрий обґрунтував, що розрив між фактичною й нейтральною процентною ставкою є ключовим каналом впливу політики центрального банку на економіку (Woodford, 2003). М. Вудфорд представив концепцію нейтральної ставки в рамках парадигми неокейнсіанської моделі економіки як процентну ставку, що підтримує умови загальної рівноваги, тобто відображає умовну вартість грошей, за котрої економічні процеси не супроводжуються накопиченням дисбалансів, а приріст інфляції, реального ВВП, реального обмінного курсу, рівня безробіття тощо наближений до своїх природних рівноважних. Т. Лаубах і Д. Вільямс визначають нейтральну ставку як реальну короткострокову процентну ставку, консистентну умовам економіки, що функціонує на потенційному рівні за відсутності шоків із боку попиту чи пропозиції (Laubach, & Williams, 2003).

Потужні глобалізація й фінансiалiзація кiнця ХХ ст. підвищили роль зовнішніх чинників у економічних процесах. Це мало наслідком розширення специфікації факторів нейтральної ставки за рахунок чинників, що характеризують інвестиційну привабливість локальної економіки для глобальних інвесторів. У період після глобальної кризи 2008–2009 рр. і особливо під час коронакризи 2020–2021 рр. посилилися тенденції модифікації політики центрального банку в напрямку відображення її ролі в сталому та інклюзивному економічному зростанні. Це вимагало подальших змін у методичних підходах до оцінки нейтральної ставки та її ролі в досягненні цілей політики центрального банку.

З огляду на зазначене, актуальними завданнями сьогодення є узагальнення проблемних питань методології оцінки нейтральної вартості грошей, обґрунтування рекомендацій щодо вдосконалення існуючого в Україні методологічного інструментарію оцінки нейтральної ставки.

Уявлення про ключові драйвери нейтральної ставки розширювалося з розвитком економічної теорії. Однак базовим залишалося положення про те, що зміни заощаджень (пропозиція коштів) та інвестицій (попит на позикові кошти) пояснюють динаміку нейтральної процентної ставки як ціни рівноваги між попитом і пропозицією.

Ключовим фактором поведінки нейтральної ставки в ендогенній економіці є оптимізаційна поведінка домашніх господарств, які приймають рішення про споживання або заощадження виходячи з власних пріоритетів. Це впливає на сукупний попит і поведінку бізнесу щодо здійснення інвестицій у розширення виробництва. Ф. Рамсей запропонував рівняння рівноважної реальної ставки як функції від зростання продуктивності праці та чисельності населення (Ramsey, 1928). У відкритій економіці важливу роль відіграють чинники зовнішнього попиту й доступності глобальних заощаджень. Багато дослідників (Bernanke, 2005; Holston, Laubach, & Williams, 2016) вказують на те, що зовнішні чинники варто розглядати в рамках не-

окейнсіанської моделі економіки. Однак інші вчені (Hledik, & Vlcek, 2018; Stefanski, 2018) доводять: у країнах із ринками, що формуються, внутрішні чинники залишаються домінуючими при формуванні траєкторії нейтральної ставки.

Природна, або нейтральна, процентна ставка в більшості праць визначається як реальна процентна ставка, котра не є ні стимулюючою, ні пригнічувальною та відповідає потенційному обсягу виробництва й стабільній інфляції. Зазвичай вважається, що природна ставка не залежить від монетарної політики, а зумовлена реальними явищами, такими як технічний прогрес, демографічні процеси, нерівність розподілу доходів чи зміна уподобань інвесторів щодо безпечних і ліквідних активів.

Певний рівень реальної процентної ставки не завжди дає однаковий макроекономічний ефект. Водночас вплив ставки проявляється стосовно певного контрольного (або природного) рівня. Зокрема, коли реальні процентні ставки є нижчими від природного рівня, вони справляють стимулюючий вплив, поживаючи попит та інфляцію. А коли вони є вищими, то чинять пригнічуючий вплив, зменшуючи обсяг виробництва й інфляцію. Якщо контрольний (природний) рівень ставки з часом змінюється, одна й та сама реальна процентна ставка може бути завищеною чи заниженою на різних часових проміжках.

Природна процентна ставка є важливим параметром, що має братися до уваги при проведенні як монетарної політики, так і фінансової: саме цей параметр є орієнтиром для оцінки загального курсу монетарної політики та одним із визначальних факторів стійкості державного боргу. Ця ставка слугує якорем для фактичних реальних ставок на тривалих часових інтервалах. Оскільки уряди зазвичай повертають борги протягом тривалого часу, природна ставка відіграє важливу роль у визначенні процентних ставок за новими позиками та в підтриманні стійкості державного боргу. За інших рівних умов вищі природні ставки зазвичай зменшують фінансовий простір для уряду, тобто для стабілізації відносного рівня боргу вимагаються більші первинні профіцити бюджетів (або менші дефіцити). Разом із тим вищі природні ставки звільняють певний простір для монетарної політики. Так, вони тягнуть за собою вищі номінальні процентні ставки в довгостроковій перспективі, надаючи центральним банкам ширший простір для реагування на негативні шоки попиту шляхом зниження ставок, не досягаючи ефективної нижньої межі.

Фахівці МВФ, досліджуючи динаміку природних процентних ставок у різних країнах упродовж тривалого періоду часу, встановили, що за останніх 40 років у більшості розвинутих економік і в деяких економіках із ринками, що формуються, природні ставки знизилися. Спільні тенденції відіграли важливу роль у формуванні низхідної динаміки природних ставок. Соціально-економічні процеси, що лежать в основі демографічних змін та уповільнення продуктивності праці, є ключовими для розуміння синхронного падіння процентних ставок¹. Дослідження МВФ показало, що за останніх 40 років варіації природної процентної ставки у вибірці розвинутих країн були незначними, а величина падіння ставки загалом була майже

¹ A Rocky Recovery. World Economic Outlook. 2023. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>.

однаковою в різних країнах – трохи вище 2 в. п. Нині реальна природна ставка в країнах ЄС наближається до нуля або трохи більша від нуля, а у США становить +1 % річних. У США природна ставка за останніх 50 років знизилася приблизно на 2 в. п. Зовнішні події, ймовірно, мали два взаємокомпенсуючі впливи на природну ставку в цій країні. З одного боку, стійке зростання економік із ринками, що формуються, підштовхувало природну процентну ставку вгору. Але з другого – надлишок заощаджень, який формувався в інших країнах, тягнув її вниз, оскільки іноземні інвестори потребували безпечних і ліквідних боргових зобов'язань уряду США в дедалі більших обсягах.

Усі вісім найбільших економік світу у вибірці дослідження МВФ зазнали старіння населення, що негативно впливало на рівень природних ставок (тиснуло на їх зниження). Цей ефект проявлявся з особливою силою в Китаї, Японії та Німеччині. Динаміка природних процентних ставок упродовж останніх десятиліть формувалася також під впливом фінансових чинників глобального рівня – потоків міжнародних капіталів і дефіциту безпечних активів.

Внесок чистих міжнародних потоків капіталу у встановлення кінцевого рівня природних ставок виявився значущим у восьми найбільших економіках світу. Найістотніший чистий негативний ефект спостерігався у США внаслідок того, що накопичення безпечних активів ринками, що формуються, з лишком компенсувало відтік американського капіталу, який диктувався привабливими інвестиційними можливостями за кордоном.

Для з'ясування майбутньої динаміки реальних природних ставок у різних країнах фахівці МВФ застосували модельний інструментарій, який показав, що в розвинутих країнах природні ставки з високою ймовірністю залишатимуться близькими до допандемічного рівня. Оскільки несприятливі демографічні зміни вже йдуть повним ходом, очікується, що залишковий знижувальний вплив подальшого старіння населення на рівень природних ставок буде помірним. Водночас вищий державний борг діятиме як противага, підштовхуючи природні ставки вгору.

Водночас на ринках, що формуються, прогнозується значне зниження природних процентних ставок. Це стане наслідком уповільнення зростання продуктивності факторів виробництва та старіння населення; у багатьох країнах з ринками, що формуються, демографічний перехід (старіння населення) має прискоритися в наступні десятиліття. Такі прогнози ґрунтуються на припущенні про збереження певного ступеня сегментації між ринками капіталу розвинутих країн і країн із ринками, що формуються.

У майбутньому потужним фактором впливу на динаміку природних процентних ставок у різних країнах стане також деглобалізація. Це пояснюється тим, що з посиленням геополітичної напруженості зростають ризики фрагментації міжнародної торгівлі – у формі збільшення торговельних бар'єрів, економічних санкцій тощо. Звуження міжнародної торгівлі, у свою чергу, призведе до падіння світового виробництва та скорочення продуктивних іноземних інвестицій. Ризики фрагментації торгівлі посилюватимуться впливом фрагментації фінансів на рівень природ-

них ставок. Країнам із дефіцитом буде важче фінансувати дефіцити своїх поточних рахунків, тоді як країни з профіцитом поточних рахунків експортуватимуть свої надлишкові заощадження, генеруючи зниження природної процентної ставки.

Загалом прогнозні моделі МВФ дали такі результати: природні ставки, ймовірно, залишатимуться на низькому рівні в розвинутих економіках, тоді як у країнах із ринками, що формуються, вони сповзатимуть із вищих показників до рівнів розвинутих економік. Отримані результати мають велике значення для майбутнього як монетарної, так і фінансової політики. У площині монетарної політики це матиме такі наслідки: оскільки природні ставки залишатимуться низькими (у розвинутих економіках) або й далі зменшуватимуться (на ринках, що формуються), здатність центральних банків пом'якшувати монетарну політику шляхом зниження номінальних процентних ставок буде обмеженою. Тож органам монетарного регулювання, можливо, доведеться вдаватися до тих самих стратегій, якими вони послуговувалися протягом десятиліття до пандемії, – політики розширення балансу й перспективного управління очікуваннями (forward guidance). У площині фінансової політики передусім варто враховувати, що ключовим компонентом аналізу стійкості державного боргу є прогнозування різниці між реальною процентною ставкою (r) і темпами зростання економіки (g). Якщо темпи економічного зростання будуть вищими від реальних процентних ставок, уряди зможуть утримувати більший первинний дефіцит бюджету без шкоди для стійкості державного боргу.

Крім того, перманентно нижчі реальні процентні ставки збільшуватимуть фінансовий простір за інших рівних умов та даватимуть змогу фінансовим органам брати активнішу роль у стабілізації економіки за одночасного гарантування фінансової стійкості. У такому разі вкрай важливо чітко визначити межі діяльності й відповідальності фінансових органів і органів монетарного регулювання, щоб уникнути репутаційних втрат та зниження суспільної довіри до цих інститутів.

Наразі у світовій практиці не існує єдиного методу вимірювання нейтральної ставки. Т. Лаубах і Д. Вільямс (Laubach, & Williams, 2003) запропонували методичний підхід до визначення нейтральної ставки (r_t^*) на основі неокейнсіанської моделі. У цій моделі нейтральна ставка є складовою рівнянь (2) і (3).

$$r_t^* = c \cdot y_t^* + z_t + \varepsilon_t, \quad (25.2)$$

де y_t^* – зміна потенційного ВВП; z_t – міжчасові пріоритети населення (між заощадженнями та споживанням); c – параметр масштабування (від 0 до 1); ε_t – шоки.

Реалізація підходу Лаубаха – Вільямса, як правило, здійснюється в рамках напівструктурних або структурних моделей загальної економічної рівноваги (DSGE) з неокейнсіанським мікроекономічним підґрунтям (Ruch, 2021).

Інший метод оцінки нейтральної ставки – метод на основі динамічного правила Тейлора. Цей метод передбачає використання рівняння монетарної політики, де фактична процентна ставка i_t є функцією від свого нейтрального рівня (r_t^*), відхилення очікуваної інфляції (π_t^e) від таргету (π^*), розриву ВВП ($\hat{y}_t$) та шоків γ_t :

$$i_t = \tau \cdot i_{t-1} + (1 - \tau) \cdot \left(r_t^* + \pi^* + \alpha \cdot (\pi_t^e - \pi^*) + \beta \cdot \hat{y}_t \right) + \gamma_t. \quad (25.3)$$

Поширеним методом визначення нейтральної ставки (застосовується в практиці НБУ) є метод на основі правила непокритого процентного паритету (UIP-метод). Він базується на припущенні, що рівноважне значення внутрішньої нейтральної ставки визначається зовнішньою нейтральною ставкою (r_t^{ex}) та факторами зовнішньої привабливості економіки: премією за суверенний ризик (ρ_t) і очікуваною девальвацією реального обмінного курсу (q_t^*):

$$r_t^* = r_t^{ex} + q_t^* + \rho_t. \quad (25.4)$$

Н. Джаммаріолі та Н. Валла зауважують, що UIP-метод дає ненадійні результати в країнах із вузькими й низьколіквідними фінансовими ринками, та доводять це на прикладі таких країн, як Коста-Ріка, Домініканська Республіка, Гватемала, Парагвай і Уругвай (Giammarioli, & Valla, 2004).

Ще одним недоліком UIP-методу є переоцінка впливу притоку зовнішніх інвестицій на продуктивність внутрішньої економіки. Цей метод апіорі передбачає, що притік світових заощаджень здатний ефективно покрити дефіцит внутрішніх заощаджень та вплинути на продуктивність економіки. Зазвичай світові заощадження перетікають у країну з більшою віддачею на вкладений капітал. Правило UIP прирівнює вартість грошей в економіці до їх вартості на світових ринках із урахуванням премії за ризик. Однак насправді притік іноземного капіталу може концентруватися в таких сегментах, як державні облігації чи кредитування споживчого імпорту, тобто у сферах, що слабо впливають на зростання загальної продуктивності економіки.

У результаті процентна ставка залучення іноземного капіталу залишатиметься перманентно високою (через збереження високої премії за ризик), однак продуктивність економіки та її потенційний ВВП не зростатимуть. Більше того, певні сфери внутрішньої економіки завжди будуть закритими для зовнішніх заощаджень, формуючи виключно локальний попит і пропозицію грошей. Тому визначення внутрішньої нейтральної ставки за тенденціями світових ринків за UIP-методом може нерелевантно відображати попит та пропозицію грошей.

Концептуальну систематизацію факторів нейтральної ставки пропонується здійснити на основі їх поділу на дві принципові категорії: 1) ті, що чинять вплив на грошовий попит (потенційний ВВП); 2) ті, які позначаються на грошовій пропозиції/заощадженнях (табл. 25.3).

Продуктивність, економічне зростання та заощадження. Нейтральна ставка має прямий зв'язок із продуктивністю економіки та зворотний з її заощадженнями. Збільшення інвестицій підвищує продуктивність економіки й відображає розширення можливостей підприємств у нарощуванні прибутків, що підвищує попит на гроші та рівень процентних ставок. Водночас зростання продуктивності з часом призводить до накопичення внутрішніх заощаджень, що підвищує пропозицію грошей і спричиняє зниження процентних ставок. Якщо збільшення пропозиції заощаджень перевищує приріст продуктивності економіки, це тисне на нейтральну ставку в бік її зниження. Вплив змін продуктивності в моделях нейтральної ставки виражається показниками потенційного ВВП, динаміки споживання та інвестицій.

Таблиця 25.3

Окремі фактори зміни нейтральної ставки та характер їх впливу

Фактори попиту на гроші	Ефект	Фактори пропозиції грошей	Ефект
Зростання загальної факторної продуктивності в економіці	↑	Збільшення внутрішніх заощаджень унаслідок розширення економічної активності	↓
Зміщення поточних пріоритетів населення на користь споживання	↑	Зміщення поточних пріоритетів населення на користь заощаджень	↓
Приріст населення та робочої сили	↑	Демографічні зміни, старіння населення, збільшення очікуваної тривалості життя (фактор росту заощаджень)	↓
Економічний бум (призводить до підвищення попиту на гроші, оскільки продуктивність економіки зростає)	↑	Зміщення пріоритетів економічної політики на користь підтримки людського капіталу	↓
Економічна криза (призводить до падіння попиту на гроші, адже продуктивність економіки падає)	↓	Розвиток фінансового сектору	↓
Розвиток світової економіки, активізація зовнішнього попиту	↑	Детінізація економіки	↓
Зменшення нерівності	↑	Зростання глобальних заощаджень	↓
Зниження відносної ціни залучення капіталу порівняно з іншими факторами виробництва	↓	Конвергенція економік на вищому рівні доходів (фактор росту заощаджень)	↓
Підвищення вимог фінансового регулювання	↓	Зміцнення реального ефективного обмінного курсу внаслідок експансії спекулятивного іноземного капіталу або сплеску світових цін на товари експорту (короткостроковий тренд)	↓
Зменшення інвестиційного ризику	↑	Зниження світової нейтральної ставки (сприяє залученню глобальних заощаджень)	↓
Поява нових об'єктів для інвестицій в якість економічного зростання (екологізація, людський капітал)	↑	Зменшення суверенного ризику (сприяє залученню глобальних заощаджень)	↓

Складено автором.

Демографічні зміни. Структура й динаміка чисельності населення, зміни очікуваного рівня життя одночасно впливають і на темпи потенційного економічного зростання, й на норму заощаджень. Так, зростання частки населення середнього та старшого віку, котре має більшу схильність до заощаджень, спричинятиме зниження нейтральної ставки. Водночас зменшення пропозиції робочої сили знижує потенційний ВВП, а отже, й нейтральну ставку.

Ступінь розвитку фінансового сектору. Розвиненіші банківський сектор і ринки капіталу сприяють збільшенню норми заощаджень в економіці й, відповідно, зниженню рівня нейтральної ставки. Цьому ж сприяє подовження горизонту планування економічних агентів, що підвищує значущість майбутнього порівняно з теперішнім, тим самим стимулюючи заощадження.

Зміцнення *реального ефективного обмінного курсу* (РЕОК) унаслідок експансії іноземного капіталу збільшує пропозицію грошей в економіці та в такий спосіб знижує нейтральну ставку (короткостроковий тренд). Натомість зміцнення РЕОК через зростання продуктивності праці в економіці й підвищення її зовнішньої конкурентоспроможності (зростання технологічного експорту тощо) є відображенням збільшення попиту на гроші в економіці, а тому підвищує рівень нейтральної ставки (довгостроковий тренд). Оскільки РЕОК не має одностороннього впливу на нейтральну ставку, його використання для цілей оцінки нейтральної вартості грошей потребує ускладнення специфікації моделей.

Детінізація економіки сприяє збільшенню заощаджень в офіційному сегменті економіки, що знижує нейтральну ставку.

Зменшення нерівності підвищує частку населення, що може дозволити собі нарощування споживчих витрат (населення з нижчою граничною схильністю до заощаджень). Це збільшує попит на гроші та нейтральну ставку.

Зниження відносної ціни залучення капіталу (відносно інших факторів виробництва) пов'язане з технологічним прогресом і відображає той факт, що сучасні інвестиції потребують значно менших витрат на фізичні активи. За оцінками Л. Рахеля й Т. Сміза, відносна ціна залучення капіталу в сучасній світовій економіці на 30 % нижча, ніж у 1980-х роках (Rachel, & Smith, 2015).

Тип економічної політики. Відсутність або низька якість системи соціального захисту спонукає населення робити більші заощадження (Laubach, 2009). Наведені в табл. 25.3 фактори не є взаємовиключними та ізольованими один від одного. Одні й ті самі фактори можуть визначати як попит на гроші, так і пропозицію заощаджень (наприклад, демографічні зміни, РЕОК та ін.). Ризикові премії можуть змінювати не лише привабливість інвестицій, а й поведінку домогосподарств у площині заощаджень. Однак результируючим показником дії цих факторів буде зміна потенційного ВВП та пропозиції заощаджень, баланс між якими й формує нейтральний рівень вартості грошей.

Переважаюча більшість методичних підходів до оцінки нейтральної ставки чітко не ідентифікують вплив фактора внутрішніх заощаджень, які або розглядаються в числі інших чинників, або взагалі не враховуються, дотримуючись логіки, що зміна заощаджень відбувається еластично до змін сукупного попиту. Проте в умовах структурних криз фактор пропозиції заощаджень та їх вплив на сукупний попит відіграють вирішальну роль. Тому фактор заощаджень, поряд із попитом, потребує окремої ідентифікації в інструментарії оцінки нейтральної ставки. Зокрема, метод оцінки нейтральної ставки на основі непокритого паритету процентних ставок (застосовується НБУ (Grui, Lepushynskyi, & Nikolaychuk, 2018)) може давати неточні результати, оскільки не враховує фактори внутрішнього попиту на гроші та зміни у формуванні внутрішніх заощаджень, роль яких є особливо актуальною в періоди структурних криз. Зокрема, таких висновків дійшли фахівці центральних банків Чехії й Польщі (Hledik, & Vlcek, 2018; Stefanski, 2018).

Унаслідок коронакризи відбулося повсюдне скорочення сукупного внутрішнього попиту та рентабельності реального сектору, що істотно знизило попит на гроші. Водночас також скрізь відбулося зростання рівня заощаджень (через експансивну державну політику й фізичні обмеження здійснення споживчих витрат). Банківські системи отримали додаткову ліквідність у результаті посилення процесів вимушеної цифровізації економічних відносин та пов'язаної з цим детінізації, а також вимушеного витрачання накопичених готівкових заощаджень на подолання проблем, викликаних пандемією. Падіння попиту на гроші та підвищення їх пропозиції стало фундаментальним чинником зниження нейтральної вартості грошей.

За таких умов UIP-метод оцінки нейтральної ставки, де враховуються лише чинники зовнішньої привабливості економіки, показує неадекватність результатів зміни економічних умов. В Україні оцінки нейтральної ставки проводить НБУ в рамках напівструктурної моделі загальної рівноваги КПМ (Grui, Lepushynskyi, & Nikolaychuk, 2018). У період порівняної стабільності (2016–2019 рр.) тенденція зміни нейтральної ставки за оцінками UIP-методу збігалася з тенденцією зміни внутрішнього попиту на гроші. Однак з І кв. 2020 р. спостерігалася інша картина. З початком коронакризи стрімко скоротився реальний внутрішній попит, а від'ємний розрив ВВП сягнув 5 %. Також у зв'язку з фізичними обмеженнями споживання й поширенням онлайн-торгівлі під час карантину заощадження в банківській системі зросли. Ці фактори вплинули на нейтральну вартість грошей в економіці, однак UIP-метод враховує лише премію за ризик, нейтральну ставку у США та РЕОК. Перших два фактори, за оцінками НБУ, майже не змінилися, а РЕОК девальвував, що й зумовило підвищення рівня реальної нейтральної ставки. Слід зазначити, що центральні банки інших країн світу у 2020 р. переглянули нейтральну ставку в бік зниження: Канади – на 0,5 в. п., США – на 0,4 в. п. Водночас НБУ на основі UIP-методу визначив, що у 2020 р. ця ставка зросла на 360 б. п., із -0,9 до 2,7 % річних.

Вища нейтральна процентна ставка робить обґрунтованим утримання більшої ключової процентної ставки центрального банку. Однак підвищення ключової процентної ставки на тлі структурної кризи спричиняє посилення макроекономічних дисбалансів, оскільки економічні суб'єкти, які перебувають в умовах дефіциту ліквідності, отримують додатковий шок у вигляді зростання вартості позикових коштів. Монетарна політика набуває рестрикційного, проциклічного характеру.

Отже, за результатами узагальнення методів оцінки нейтральної ставки, що застосовуються у світовій практиці, встановлено таке:

- класична інтерпретація нейтральної ставки передбачає її оцінку виходячи з балансу між попитом і пропозицією грошей. Проте складність реалізації цієї концепції має наслідком те, що в практичній площині застосовуються методи, які віддають перевагу окремим факторам – потенційному ВВП, приватному споживанню, зовнішнім чинникам тощо;

- в економічній літературі й міжнародній практиці не існує єдиного, загально-визнаного теоретико-методичного підходу до визначення нейтральної ставки; найпоширенішим є метод Лаубаха – Вільямса в різних варіаціях, що враховує зміни потенційного ВВП, заощаджень населення та інші фактори;
- головним дискусійним питанням при оцінюванні рівня нейтральної процентної ставки є співвідношення впливів на нього внутрішніх і зовнішніх факторів. Внутрішні фактори відображають зміну продуктивності економіки, а зовнішні – доступність глобальних заощаджень та вплив світової економіки на сукупний попит.

З огляду на результати проведеного дослідження, концептуальні засади застосування нейтральної процентної ставки в практиці монетарного регулювання економіки України повинні включати такі елементи: визначення релевантного методу оцінки нейтральної ставки з урахуванням внутрішніх факторів розвитку економіки (продуктивності праці, змін у чисельності і структурі робочої сили, у вартості залучення капіталу, демографічної динаміки, міжчасових пріоритетів населення, детінізації). Імовірною опцією може бути комбінація альтернативних методів оцінки нейтральної процентної ставки з урахуванням підходів на основі UIP-методу та методу Лаубаха – Вільямса, адаптованого до умов відкритої економіки; оприлюднення результатів періодичних оцінок нейтральної процентної ставки та їх обговорення з експертним середовищем; розроблення середньо- й довгострокових прогнозів нейтральної процентної ставки; інтеграцію порядку отримання результатів оцінки нейтральної ставки з процедурними питаннями прийняття рішень центрального банку з монетарної політики в рамках чинного монетарного режиму; регулярні комунікаційні заходи щодо висвітлення ролі нейтральної процентної ставки в прийнятих рішеннях із монетарної політики в контексті досягнення певних цілей центрального банку.

25.4. Таргетування інфляції в умовах системних криз і пандемії COVID-19

Аналіз заходів монетарної політики країн – таргетерів інфляції, ухвалених у першій половині 2020 р., зокрема їх послідовності й рушійних сил в умовах пандемії та за її наслідками, має велике значення для формування збалансованої системи монетарного таргетування в Україні. У процесі дослідження нами було обрано 27 країн, які використовують режим інфляційного таргетування (14 розвинутих країн і 13 країн із ринками, що формуються), що вже є досить великою та неоднорідною групою для аналізу. Крім того, перевагою такого відбору є те, що ми розглядаємо економіки, які дотримуються однакової стратегії монетарної політики, що дає змогу об'єктивно порівняти їх реакцію. Водночас, окрім розмежування на розвинуті країни та країни з ринками, що формуються, було введено ще одну важливу лінію поділу. А саме, залежно від часу фіксації перших випадків інфікування в певній країні (січень, лютий, березень 2020 р.), досліджувані економіки було поділено на три підгрупи за місяцем їх ураження пандемією. Це дало змогу отримати достовірніші результати для підтвердження висунутих гіпотез, що пояснюють розбіжності в реакції монетарної політики країн – таргетерів інфляції на виклики пандемії.

Виявлено, що в середньому розвинуті країни оголосили про свої перші заходи монетарного стимулювання протягом місяця, тоді як країни з ринками, що формуються, діяли вдвічі швидше. Однак цю різницю можна значною мірою пояснити часом реєстрації перших випадків COVID-19 у країні, наявністю простору для політичного маневру щодо нестандартних заходів та потребою в забезпеченні ліквідності з менш глибокою фінансовою системою.

Досліджуючи монетарну політику будь-якого центрального банку, слід пам'ятати про пов'язані з нею часові лаги. В економічній науці ця тема переважно охоплює питання трансмісійного механізму та пов'язані з ним часові лаги. Відповідно, рішення монетарної політики знаходять запізниле відображення в макроекономічних показниках (Mishkin, 2012). Як правило, при аналізі лагів трансмісійного ефекту монетарної політики увага звертається насамперед на зазначені взаємозв'язки між операційними цілями монетарної влади, певними ринковими індикаторами (наприклад, депозитними й кредитними ставками, що їх комерційні банки пропонують своїм клієнтам) та рішеннями домогосподарств, підприємств і уряду (причому, щодо витрат та заощаджень). Однак час, необхідний для того, щоб ці взаємозалежності вплинули на економіку, найімовірніше, відповідає за більшу частину загальної запізнилої реакції. Це не єдине джерело запізнення монетарної політики. Іншим джерелом, важливішим для поточного аналізу монетарної політики, є внутрішній лаг реакції на кризу, який складається з інформаційного лага, лага розпізнання ситуації та лага ухвалення рішень (Bofinger, 2001).

Затримка ухвалення рішень щодо монетарної політики зумовлена різними факторами. Зокрема, їхчасне ухвалення залежить від наявності вхідних даних чи відповідної інформації про процеси, що відбуваються, необхідності спостерігати та аналізувати певні події протягом тривалого періоду або навіть від частоти засідань центрального банку, на яких приймаються рішення. На перших етапах монетарної трансмісії цим факторам приділяється значно менша увага, ніж на наступних етапах. Між тим вони можуть відігравати досить важливу роль у затримці дій монетарної політики, тож їх не слід ігнорувати.

При аналізі докризової монетарної політики країн – таргетерів інфляції стає зрозуміло, що здебільшого вони надавали перевагу меншим або помірним, але частішим коригуванням інструментів порівняно із застосуванням політичних кроків. Інтуїція підказує, що більш поступовий підхід дає змогу вживати вивіреніші заходи в монетарній сфері. Існують різні пояснення того, чому центральні банки віддають перевагу поміркованості. На думку деяких авторів, таку поведінку можна вважати оптимальною. Ця точка зору ґрунтується, серед іншого, на підкресленні невизначеності щодо того, як економіка відреагує на зміни в політиці (Sack, 1998). Альтернативне пояснення випливає з твердження: якщо монетарна влада може взяти на себе зобов'язання дотримуватись інерційного правила, то вона отримує більше важелів впливу на довгострокові ставки за певної зміни короткострокових ставок (Woodford, 2003). Загалом аргументи, що висувуються в цьому контексті, групуються навколо таких питань, як невизначеність даних, параметрів і моделей. Це

може призвести до помилок вимірювання чи оцінки, а також більшого потенціалу для вивчення й контролю реакції фінансового ринку при застосуванні поетапного підходу до монетарної політики. Тим паче є підстави вважати, що розмір шоку істотно впливає на важливість цих факторів. Тому в разі виникнення значних збурень вони не відіграватимуть вирішальної ролі¹.

Частоту засідань із прийняття рішень, проведених комітетами з монетарної політики в розвинутих країнах та країнах із ринками, що формуються, протягом перших кількох місяців 2020 р., можна розглядати як перший доказ того, що реакція монетарної політики на пандемію COVID-19 була надзвичайно серйозною. Якщо протягом останніх десятиліть серед таргетерів інфляції було стандартною практикою заздалегідь оголошувати календарі засідань з ухвалення рішень із монетарної політики (на рік від 8 до 12 засідань), то на початку 2020 р. засідання з монетарної політики відбувалися набагато частіше, причому близько половини з них були позаплановими (Niedźwiedzińska, 2018).

Потреба в скликанні позачергових засідань була дещо очевиднішою в країнах – таргетерах інфляції з розвинутою економікою та в тих, які першими відчули на собі вплив пандемії. Це можна пояснити тим, що розвинуті країни до пандемії COVID-19 проводили, в принципі, менше засідань. Спостереження щодо другої групи країн може впливати з початкової невизначеності щодо швидкості поширення коронавірусу та ступеня впливу пандемії на економіку. Важливо зауважити, що не всі заходи монетарної політики було запроваджено після засідань із прийняття рішень. Багато заходів із надання ліквідності (репо, свопи тощо), а також операційні аспекти або розширення раніше проголошених інструментів (їх терміни, розмір, цільові класи активів, вимоги до застави та ін.) були оголошені у формі прес-релізів без проведення офіційних засідань. Схоже, що серйозність ситуації вимагала рішучих кроків, які можна було б узгодити без попередніх широких обговорень чи просто встановити на операційному рівні.

Якщо розглядати лише початкову реакцію монетарної політики, тобто перше оголошення про будь-яке її пом'якшення, зумовлене пандемією, то чітко простежується тенденція запровадження такого пом'якшення після офіційного обговорення на комітетах з монетарної політики. У 20 із 28 проаналізованих центральних банків така реакція спостерігалася після засідання з ухвалення рішень, причому 50 % цих засідань були позаплановими. Масштаби заходів монетарної політики, вжитих протягом перших кількох місяців 2020 р., можна розглядати як другий доказ безпрецедентної реакції центробанків на пандемію (табл. 25.4).

Враховуючи досвід подолання попередніх криз, а саме глобальної фінансової кризи та європейської кризи суверенного боргу, країни – таргетери інфляції цього разу виявилися набагато охочішими до інструментів, які вважалися нетрадиційними, принаймні за стандартами, що існували до 2008 р. Це не дивно з огляду на те, що навіть до пандемії більшість центральних банків проводили м'яку монетарну

¹ FOMC. Conference Call of the Federal Open Market Committee on October 15, 2010. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20101015confcall.pdf>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Таблиця 25.4

Огляд заходів монетарної політики країн – таргетерів інфляції,
застосованих у I–II кв. 2020 р. у відповідь на COVID-19

Країна	Перший випадок COVID-19	Перша реакція монетарної політики*	Перша реакція на позачерговому засіданні	Зниження процентної ставки	Нові програми купівлі активів (+ розширення)	Нові схеми пом'якшення умов кредитування (+ пролонгації)	Заходи із забезпечення ліквідності	Додаткові заходи**
Австрія	25.01	03.03		+	+	+	+	+
Бразилія	26.02	06.03		+			+	
Канада	26.01	04.03		+	+	+	+	
Чилі	04.03	12.03		+	+	+	+	
Чехія	02.03	16.03	+	+			+	+
Єврозона	25.01	12.03			+	(+)	+	
Угорщина	05.03	17.03		+	+	+	+	
Ісландія	29.02	10.03		+	+		+	+
Індія	30.01	12.03		+	+	+	+	+
Індонезія	02.03	20.02		+	+		+	+
Ізраїль	24.02	15.03	+	+	+	+	+	
Японія	15.01	16.03			(+)	+	+	
Корея	20.01	12.03		+	+	(+)	+	+
Мексика	29.02	20.03	+	+		+	+	+
Нова Зеландія	28.02	16.03	+	+	+	+	+	
Норвегія	27.02	12.03	+	+			+	+
Філіппіни	30.01	06.02		+	+	+	+	+
Польща	04.03	16.03		+	+	+	+	
Румунія	27.02	20.03	+	+	+		+	
Південна Африка	06.03	19.03		+	+		+	+
Швеція	01.02	12.03	+		(+)	+	+	
Швейцарія	26.02	19.03				+	+	+
Таїланд	13.01	05.02		+	+	+	+	
Туреччина	12.03	17.03	+	+	(+)	+	+	
Україна	04.03	10.03		+			+	+
Велика Британія	31.01	11.03	+	+	+	+	+	+
США	21.01	03.03	+	+	+	+	+	

* На дату оголошення.

** Переважно валютні інтервенції та пряме фінансування уряду.

Складено за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

політику з дуже обмеженими або майже відсутніми можливостями для додаткового зниження процентних ставок в окремих юрисдикціях. За таких обставин, щоб зробити монетарні умови м'якшими, що вважалось єдиним дієвим способом монетарного реагування на пандемію, необхідно було вжити інших заходів.

При цьому майже всі центробанки країн – таргетерів інфляції знижували процентні (ключові) ставки, а ті, хто цього не робив, уже мали їх на нульовій чи від'ємній позначці. Переходячи до інших інструментів, за рідкісними винятками, досліджувані країни – таргетери інфляції використовували не один-два додаткових заходи, а вдавалися до якомога ширшого інструментарію монетарної політики. Операції з надання ліквідності були обов'язковими, а операції репо та валютні свопи – найпопулярнішими серед запропонованих інструментів. Програми купівлі активів і схеми пом'якшення умов кредитування також набули широкого застосування. Лише окремі країни не скористалися ними (Бразилія, Норвегія, Україна)¹. Крім того, кілька центральних банків вирішили вдатися до менш поширених заходів, які зазвичай мали форму валютних інтервенцій або прямого фінансування уряду (переважно короткострокового).

Оскільки в багатьох випадках після початкових дій монетарна влада поступово розширювала вже запроваджені заходи, масштабне реагування монетарної політики вилилося в досить велику кількість загальних повідомлень. Загалом переважна частина досліджуваних країн – таргетерів інфляції з розвиненими економіками та ринками, що формуються, оприлюднили від 5 до 10 заяв із монетарної політики від початку пандемії до кінця червня 2020 р. (рис. 25.3, 25.4).

Застосовуючи суто механічний підхід, це означає, що в середньому оголошення про пом'якшення (запровадження нових або продовження дії вже проголошених інструментів) відбувалося кожних 19 календарних днів без істотних відмінностей між розвинутими країнами та країнами з ринками, що формуються, а також між країнами, які постраждали від COVID-19 у наступні місяці². Однак насправді перерви між оголошеннями були значно коротшими, оскільки рішення про стимулювання монетарної політики були сконцентровані в березні 2020 р., коли стало очевидним, що пандемія матиме вкрай негативні наслідки для всіх країн – таргетерів інфляції.

Аналіз послідовності вжиття заходів у відповідь на значний шок може виявити переваги центральних банків щодо використання стандартних і нестандартних інструментів, хоча різниця між цими двома типами заходів, зважаючи на широке застосування програм купівлі активів та схем пом'якшення умов кредитування, стала великою мірою неактуальною й не відображає їх поточний стан (табл. 25.5).

¹ Оголошення нових програм придбання активів або схем пом'якшення умов кредитування розглядалося нарівні з продовженням існуючих програм чи схем.

² Кількість календарних днів, охоплених аналізом (тобто кількість днів між першими випадками COVID-19 у певній країні до кінця червня 2020 р.), було поділено на число оголошень про будь-які кроки монетарної політики в цій країні. Для спрощення замість робочих днів використовувалися календарні, але такий підхід не повинен вплинути на результати.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

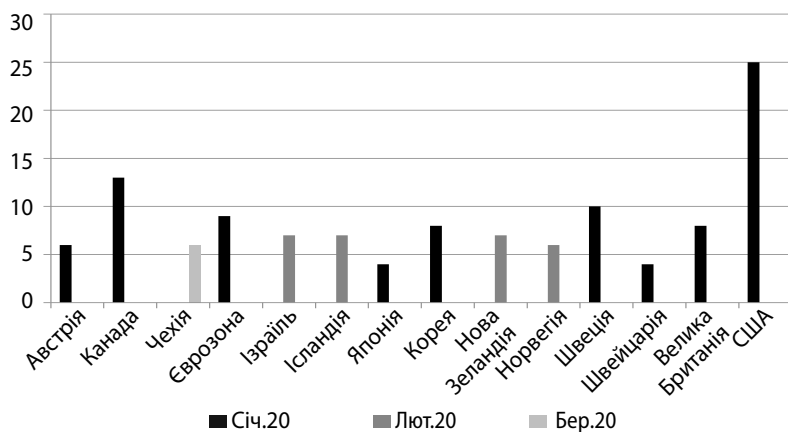


Рис. 25.3. Кількість оголошень з монетарної політики країн – таргетерів інфляції з розвинутими економіками, пов'язаних із новими заходами або їх продовженням, у I–II кв. 2020 р. у відповідь на COVID-19

Примітка. Кожне оголошення враховується окремо (наприклад, кожне зниження процентної ставки). Побудовано за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

Очевидно, зниження процентних ставок і запровадження заходів із надання ліквідності були першими лініями захисту як для країн – таргетерів інфляції з розвиненою економікою, так і для країн із ринками, що формуються. Програми викупу активів (нові або продовжені) та схеми пом'якшення умов кредитування (нові чи продовжені) були менш популярними на початковому етапі подолання економіч-

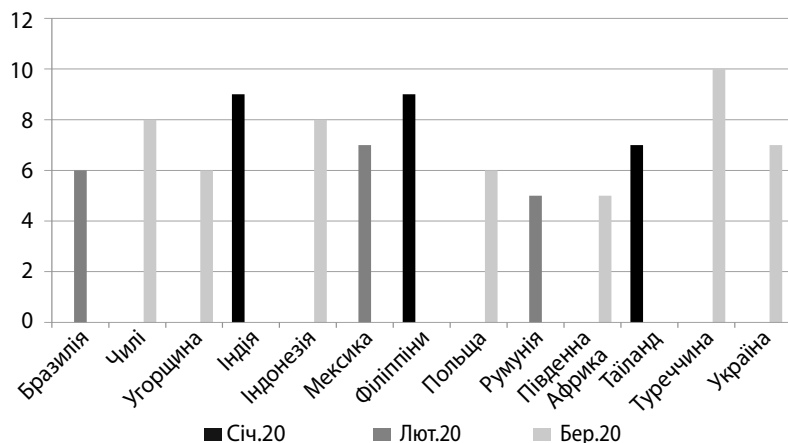


Рис. 25.4. Кількість оголошень з монетарної політики країн – таргетерів інфляції з ринками, що формуються, пов'язаних із новими заходами або їх продовженням, у I–II кв. 2020 р. у відповідь на COVID-19

Примітка. Кожне оголошення враховується окремо (наприклад, кожне зниження процентної ставки). Побудовано за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

Таблиця 25.5

Послідовність ухвалення заходів монетарної політики в I–II кв. 2020 р.
у відповідь на COVID-19

Країна	Перший випадок COVID-19	Перша реакція монетарної політики*	Послідовність заходів монетарної політики				
			Зниження процентної ставки	Нові програми купівлі активів (+ розширення)	Нові схеми пом'якшення умов кредитування (+ пролонгації)	Заходи із забезпечення ліквідності	Валютні інтервенції
Австрія	25.01	03.03	1	3	3	2	
Бразилія	26.02	06.03	2			1	
Канада	26.01	04.03	1	2	3	2	
Чилі	04.03	12.03	2	2	2	1	
Чехія	02.03	16.03	1			1	
Євросона	25.01	12.03		1	1	1	
Угорщина	05.03	17.03	2	2	2	1	
Ісландія	29.02	10.03	1	2		1	
Індія	30.01	12.03	3	2	3	1	
Індонезія	02.03	20.02	1	3		2	
Ізраїль	24.02	15.03	2	1	2	1	
Японія	15.01	16.03		1	1	2	
Корея	20.01	12.03	1	1	1	1	
Мексика	29.02	20.03	1		2	1	
Нова Зеландія	28.02	16.03	1	3	4	2	
Норвегія	27.02	12.03	1			1	
Філіппіни	30.01	06.02	1	3	4	2	
Польща	04.03	16.03	2	1	1	1	
Румунія	27.02	20.03	1	1		1	
Південна Африка	06.03	19.03	1	2		1	
Швеція	01.02	12.03		2	1	2	
Швейцарія	26.02	19.03			2	1	
Таїланд	13.01	5.02	1	3	3	2	
Туреччина	12.03	17.03	1	2	1	1	
Україна	04.03	10.03	2			3	1
Велика Британія	31.01	11.03	1	2	4	3	
США	21.01	03.03	1	3	4	2	

Примітка. Цифри вказують на послідовність застосування певних інструментів. Кілька інструментів можуть бути оголошені одночасно, що призводить до однакового рангу.

* На дату оголошення. ** Переважно валютні інтервенції та пряме фінансування уряду.

Складено за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

них наслідків COVID-19, особливо в країнах із ринками, що формуються. Серед розглянутих країн лише Україна обрала валютні інтервенції як основний інструмент протидії кризі.

Одним із ключових аспектів реакції монетарної політики на пандемію є також оперативність визнання ризиків та застосування відповідних заходів із забезпеченням наданням монетарних інструментів. Серед можливих способів аналізу зібраних даних – просте ранжування інфляційних даних таргетерів інфляції відповідно до швидкості, з якою вони запроваджували заходи монетарного стимулювання (рис. 25.5, 25.6). Очевидно, це не враховує деякі важливі завдання, але загалом ілюструє швидшу реакцію країн із ринками, що формуються, порівняно з розвинутими країнами.

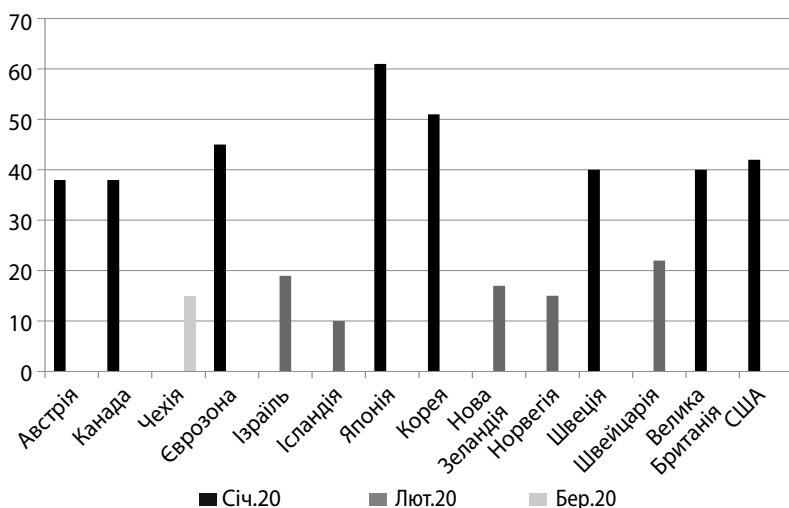


Рис. 25.5. Відставання (лаг) монетарної політики в реагуванні на COVID-19 у розвинутих країнах – таргетерах інфляції, днів

Побудовано за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

Аналізуючи час ухвалення заходів монетарної політики, корисно порівняти лаги реагування між різними групами країн. Також при обговоренні реакції монетарної політики на COVID-19, окрім розгляду перших оголошених заходів реагування, велике значення мають політичні рішення на рівні окремих країн. Якщо розглянути загальну картину, тобто з урахуванням усіх застосованих заходів монетарної політики, то в середньому розвинуті країни, що таргетували інфляцію, оголосили про свої перші заходи протягом місяця, тоді як країни з ринками, що формуються, були вдвічі швидшими (Cantú et al., 2021). Цю різницю можна пояснити таким чином. По-перше, вона може бути частково зумовлена тим, що серед розглянутих країн – таргетерів інфляції перші хвилі COVID-19 було зафіксовано переважно в розвинутих країнах. Це означає, що в таких країнах минуло ще трохи часу, перш

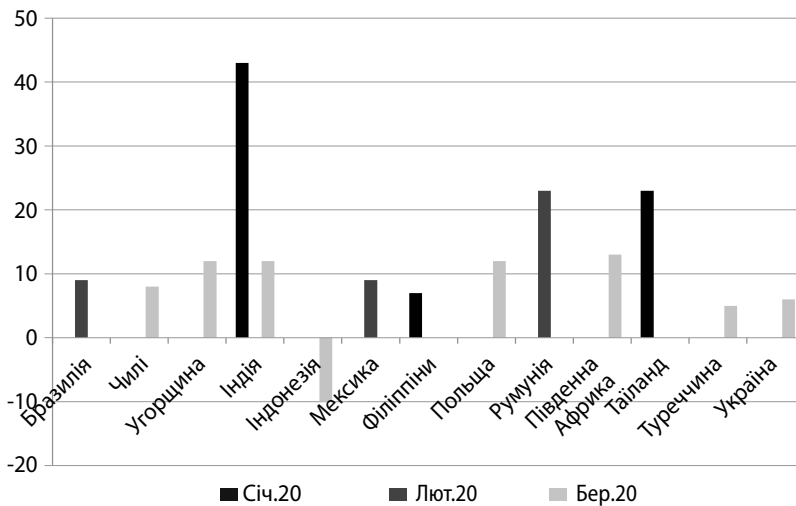


Рис. 25.6. Відставання (лаг) монетарної політики в реагуванні на COVID-19 у країнах – таргетерах інфляції з ринками, що формуються, днів

Побудовано за даними офіційних вебсайтів центральних банків.

ніж стало зрозуміло, що пандемія поширюватиметься дуже швидко та матиме значний негативний вплив на сектори економіки. Це, у свою чергу, вимагало рішучих і термінових монетарних стимулів. По-друге, країни з ринками, що формуються, швидше відреагували на пандемію. Це пояснюється ширшим простором для маневру порівняно з розвинутими країнами. Наприклад, у країнах-таргетерах із ринками, що формуються, можна простіше та швидше застосувати традиційне зниження процентних ставок, ніж розробляти складніші заходи монетарного стимулювання. Оскільки найчастіше початкова реакція центральних банків мала форму операцій із надання ліквідності, можливо, країни з ринками, що формуються, потребували більше часу до термінового доступу до фінансових ресурсів. Причиною цього могла бути залежність від зовнішнього фінансування й висока заборгованість в іноземній валюті в цих країнах. По-третє, з огляду на послідовність вжиття окремих заходів країнами-таргетерами, надання переваги тим чи іншим інструментам монетарного стимулювання визначалося виходячи зі специфіки галузевої структури економіки та інституційного середовища. Хоча різниця не була істотною, очевидно, що операції з надання ліквідності посідали перше місце в більшості досліджуваних країн із ринками, що формуються, тоді як серед розвинутих країн вони посіли друге місце.

Відповідно до першої гіпотези, яка пояснює різницю в швидкості дій монетарних органів влади, на користь важливості хвиль пандемії може свідчити те, що поступове зменшення часового лага між першими повідомленнями про інфікування COVID-19 у певній країні та реакцією монетарної політики на них відбувалося з деяким запізненням, якщо виокремити групи країн за місяцями, коли пандемія вперше їх уразила.

Для країн січневої групи середній час, потрібний для ухвалення рішення про пом'якшення монетарної політики, становив майже 40 днів, лютневої – близько 17 днів, а березневої – лише 7 календарних днів. Тільки одна країна – Індонезія, де перші випадки COVID-19 зафіксовано в березні 2020 р., відреагувала справді на випередження, тобто за 11 днів до перших зареєстрованих випадків інфікування. Середні показники запізнилої реакції монетарної політики країн на пандемію вказують на певні тенденції. Зокрема, помітні розбіжності між країнами-таргетерами в часі реагування на виклики пандемії в межах окремих груп.

Як правило, центральні банки оголошували про додаткове пом'якшення монетарної політики поетапно. Більше того, чим пізніше країну вразила пандемія COVID-19, тим концентрованішою була її реакція на погіршення економічних перспектив. У свою чергу, країни січневої групи встигли надати адекватну підтримку своїм економікам, коли стало зрозуміло, що ризики для економічної стабільності є реальними. Найбільше рішень щодо монетарного стимулювання, очевидно, було прийнято у США, де ФРС неодноразово продовжувала раніше оголошені заходи, наприклад шляхом включення нових класів активів у програми викупу або пом'якшення умов проведення певних операцій¹. Окрім ФРС, інші центральні банки оголосили про значно меншу кількість монетарних заходів. Однак, застосовуючи будь-які докризові стандарти монетарної політики, реакцію країн – таргетерів інфляції на пандемію слід вважати стимулюючою, адже переважна їх частина підвищила гнучкість своєї монетарної політики в 5–10 разів за порівняно короткий проміжок часу (в середньому близько 8 рішень до червня 2020 р.) (Niedźwiedzińska, 2020).

Розглядаючи окремі заходи, вжиті центробанками країн – таргетерів інфляції, спостерігаємо схожу картину: чим вищий рівень економічного розвитку країни, тим швидше вона повідомила про перші випадки COVID-19 і подовжувала часовий лаг реагування монетарної політики на шоки пандемії. Проте розбіжності між країнами-таргетерами в досліджуваних групах щодо швидкості їх реагування були істотними для більшості розглянутих інструментів. Зокрема, зниження процентних ставок відбувалося дещо швидше в країнах із ринками, що формуються (в середньому через 22 дні), порівняно з розвинутими країнами (в середньому через 31 день), що великою мірою впливає з вищого початкового рівня процентних ставок у першій групі країн. Це підтверджує достовірність другої гіпотези, яка пояснює швидшу реакцію на пандемію країн – таргетерів інфляції з ринками, що формуються. Водночас розбіжності в термінах між країнами з ринками, що формуються, були значними, а окремі розвинуті країни, наприклад Ісландія, Чехія й Норвегія, знижували свої процентні ставки навіть швидше, ніж деякі країни з рин-

¹ Важливо зазначити, що кількість оголошень щодо монетарної політики у США не включає оголошення про відкриття своп-ліній, оскільки свопи були спрямовані на надання додаткової ліквідності в доларах США країнам за межами Сполучених Штатів. Таким чином, своп-лінії не розглядались як пом'якшення монетарних умов усередині країни. У свою чергу, для країн, котрі були бенефіціарами своп-ліній, цей інструмент класифікувався як доказ пристосування монетарної політики до нових умов та брався до уваги в монетарному аналізі.

ками, що формуються. Таким чином, середній лаг запізнення реакції монетарної політики на пандемічні виклики явно не відображає цілісної картини.

Варто зауважити, що значна розбіжність у реагуванні монетарної політики між країнами з ринками, що формуються, у часі оголошення програм викупу активів не пов'язана з тим, що окремі з них мали більший досвід застосування цих заходів, ніж інші. Насправді, найшвидше відреагували, розпочавши викуп активів, Чилі, Індонезія та Польща, які в минулому не використовували цей інструмент. Отже, це, найімовірніше, вказує на важливість наявності потенційного простору для маневру: країнам, котрі вже здійснюють викуп активів, потрібно більше часу, щоб проаналізувати, які класи активів або яка вартість програм нададуть адекватну підтримку економіці. Натомість новачки в цій програмі швидко вирішили націлитися на основний сегмент фінансового ринку – ринок державних облігацій. Це, знову-таки, підтверджує достовірність другої гіпотези, котра пояснює швидшу реакцію країн – таргетерів інфляції з ринками, що формуються, на виклики пандемії.

25.5. Необхідність урахування цілей валютної політики при використанні режиму монетарно-фіскального таргетування

К. Джонсон, член Правління ФРС США й багаторічний керівник Департаменту міжнародних фінансів зазначила: “Немає простої, однозначної відповіді на питання про те, в чому полягає відповідальність центрального банку за політику валютного курсу та її реалізацію і чи повинен він її взагалі нести. Швидше, існує ряд практик, які визначаються переважно взаємодією кількох факторів у конкретній країні: правовими положеннями, що регулюють міжнародні економічні відносини; ступенем незалежності центрального банку та вибором режиму валютного курсу. Багато в чому ці елементи є результатом свідомих рішень урядів. Проте цьому питанню притаманні деякі фундаментальні економічні зв'язки. Валютний курс є ціною активу, це ціна одиниці національної валюти в іноземній валюті. Як такий він неминуче пов'язаний із монетарною політикою. Таким чином, реалізація монетарної політики й проведення політики валютного курсу не можуть бути розділені, а центральний банк не може бути виключений із політики валютного курсу” (Johnson, 2003, с. 341).

Таргетування валютного курсу з метою контролю над інфляцією відображає той факт, що, хоча центральний банк може контролювати номінальний валютний курс, ринкова й фіскальна політика визначають реальний валютний курс. Коли фактори платіжного балансу вимагають підвищення реального курсу, цього буде досягнуто через інфляцію, якщо не дозволено підвищення номінального курсу. Основною перевагою гнучкого валютного курсу є здатність поглинати та пом'якшувати зовнішні шоки (такі як зміни цін на нафту й продовольство) шляхом зміни цільового валютного курсу, а не через інфляцію чи дефляцію. В умовах значного впливу валютного курсу на внутрішні ціни монетарна політика перестає бути незалежною та швидше пристосовується до шоків зміни валютного курсу. Така політика згладжування коливань валютного курсу є спільною для ринкових еконо-

мік. Таким чином, тепер вважається очевидним, що політика валютного курсу є невід'ємною частиною монетарної політики, а фундаментальне питання полягає в тому, наскільки зміна режиму валютного курсу може (й повинна) бути рішенням монетарної політики.

Відсторонення центральних банків від валютно-курсової політики. Лібералізація руху коштів за капітальним рахунком є питанням загальної фінансової політики. Але вважається, що до певної міри такий перехід стримується умовами так званої трилеми несумісності Тейлора – Обстфельда (Inconsistent Trinity), згідно з якою “обраний макроекономічний режим може включати лише два елементи “несумісної трійці”, а саме: 1) повну свободу транскордонного руху капіталу, 2) фіксований валютний курс та 3) незалежну монетарну політику, орієнтовану на досягнення внутрішніх економічних цілей” (Obstfeld, & Taylor, 1997). З різних причин багато країн віддавали перевагу таким пріоритетним напрямам монетарної політики, як боротьба з інфляцією та контроль за валютним курсом (опір девальвації, а в деяких випадках – надмірній ревальвації курсу власної валюти). Утім, поступове послаблення інфляційної загрози й визнання нормальності вільного плавання валют значно розширили можливості для скасування контролю руху капіталу. Тобто останніми десятиліттями спостерігається тенденція лібералізації руху капіталів як усередині країн, так і в міжнародних відносинах. Ця тенденція була особливо помітна в європейських країнах із новими ринками. Утім, це характерно й для таких системно значущих країн, як Індія та Китай.

Враховуючи викладене, можна зробити висновок, що насправді в “трилемі несумісності” двома елементами, які протистоять вільному руху капіталу, є не фіксація валютного курсу та незалежна монетарна політика, а дві частини монетарної політики – процентна й валютно-курсова. Таким чином, відмова центральних банків від активної валютно-курсової політики, по суті, означає, що вони залишають за собою активну процентну політику, натомість повністю або частково відсторонюються від валютно-курсової політики, віддаючи її фінансовим органам уряду, оскільки вона впливає на зовнішню торгівлю та іноземні інвестиції (які перебувають у зоні відповідальності саме уряду). Щоправда, урядові інструменти валютної політики також дуже обмежені, адже в умовах глобалізації та панування принципу вільної торгівлі використання тарифних і нетарифних методів регулювання теж підпадає під заборони різних міжнародних угод та правил СОТ. Утім, для розвинутих країн це не становить великої проблеми, оскільки вони мають міцні торговельні й інвестиційні позиції, а отже, досить стабільні курсові співвідношення.

За валютного режиму, коли курс валюти відіграє роль якоря, можуть виникати певні політичні неузгодженості, зокрема невідповідність між управлінням ліквідністю банківської системи та валютним курсом, між якорними рухами валюти і змінами платіжного балансу, між фіскальною політикою й механізмом валютного курсу. Крім того, неузгодженням може бути управління процентною ставкою та валютним курсом (Khatat, Buessing-Loercks, & Fleuriet, 2020, с. 19).

Отже, зрозуміло, що вибір режиму валютного курсу є одним із найважливіших рішень не тільки монетарної, а й економічної політики в цілому. Це означає, що він має загальнополітичне значення та не може робитися без узгодження з політично відповідальною владою (парламентом, президентом, урядом). Більше того, центральний банк у цьому питанні скоріше повинен відігравати роль установи, з якою консультуються, ніж органу, котрий приймає остаточне рішення.

Ця процедура, насправді, досить добре відпрацьована в більшості країн – членів МВФ. Держави, що де-факто зберігають валютний якір, становлять 42 % країн – членів МВФ, за якими йдуть інші системи монетарної політики (24 %), таргетування інфляції (21 %) й таргетування монетарної політики (13 %) (Khatat, Buessing-Loercks, & Fleuriet, 2020, с. 7). Деякі держави, що таргетують валютний курс, намагаються рухатися до підвищення його гнучкості (виходячи з попереднього досвіду інших країн), а деякі віддають перевагу системі прив'язки обмінного курсу (наприклад, Данія, Сінгапур і члени Ради співробітництва арабських держав Перської затоки). Для багатьох таргетованих валютних курсів загальна розробка й реалізація монетарної політики є складними головним чином через відсутність чітких керівних принципів, що стосуються непослідовності політики, з якою стикаються ці країни. Тобто більшість країн – членів МВФ використовують цілі валютного курсу. Як припускає економічна теорія, зазвичай це малі відкриті економіки, що становлять майже 20 % світового ВВП і переважно орієнтовані на долар США.

Усі великі країни Латинської Америки запровадили таргетування інфляції, включаючи Бразилію (1999 р.), Чилі (1991 р.), Колумбію (1999 р.), Мексику (2001 р.), Перу (2002 р.). Хоча нинішні режими валютного курсу є набагато гнучкішими, ніж у минулому, центральні банки продовжують активно втручатись у валютний ринок, щоб пом'якшити значні коливання курсу (Libman, 2018, с. 30). Кілька центральних банків, а саме Банк Канади, Резервний банк Нової Зеландії та шведський Ріксбанк, не намагаються вплинути на основну тенденцію коливань валютного курсу.

Примітно, що останніми роками відбулася певна корекція історичного курсового співвідношення між основними міжнародними валютами (коли, наприклад, британський фунт був майже удвічі “вагомим” за долар США або швейцарський франк – удвічі й навіть більше ніж удвічі дешевшим), і тепер вони наближаються до паритетного значення (з максимальним відхиленням, на середину 2019 р. у 10–20 %). Певним дисонансом є курс японської єни. Але в разі проведення її суто технічної деномінації за принципом 100:1 і японська валюта опинилася б у цьому коридорі. Таким чином, відбувається *курсова уніфікація міжнародних валют*, яку можна вважати ринковим варіантом стабілізації курсових коливань, що у випадку створення колективної валюти євро досягалася за допомогою певного адміністративно-інтервенціоністського механізму (European Exchange Rate Mechanism, ERM).

Цілком можливо, що сама така курсова уніфікація приведе або принаймні сприятиме появі глобальної валюти. Але якщо ми поглянемо на ситуацію в країнах із висхідними ринками, то можемо констатувати, що відмова від регулювання валютного курсу їхніми органами монетарної влади здійснюється, врешті-решт, із

метою залучення іноземного капіталу, тобто центральні банки немовби передають фінансовим органам свої курсоутворюючі функції, оскільки вони йдуть в “одному комплекті” з контролем за надходженням і використанням іноземного капіталу, який належить до сфери фінансової політики. Тому як у розвинутих країнах, так і в тих, що розвиваються, політики можуть законно прагнути до дієвої політики, яка поєднує в собі елементи фінансової інтеграції, автономії монетарної політики та стабільності валютного курсу. Оскільки потоки капіталу й нестабільність цін на сировинні товари (особливо притаманна країнам, що розвиваються, та перехідним економікам) можуть сильно впливати на валютний курс, і шоки останнього можуть спричинити серйозні проблеми для реальної економіки.

Отже, відмова від стабільності валютного курсу може бути небажаною для країн, що розвиваються, з активною монетарною політикою. Водночас країни з високорозвиненою та інституціоналізованою економікою також можуть проводити монетарну політику, яка базується на валютно-курсовому якорі. Яскравим прикладом є Данія – після Брекзиту (виходу Великої Британії з ЄС) єдина країна Євросоюзу, котра не використовує колективну валюту євро не тимчасово (як деякі інші країни), а принципово, залишивши за собою право на використання національної валюти – датської крони. Звісно, така політика вимагає постійної координації дій між центробанком і Міністерством фінансів. Національний банк Данії проводить регулярні оцінки фінансової політики. Наприклад, у середині 2000-х років він застерігав, що фінансова політика є надто поступливою з огляду на брак вільних потужностей в економіці. М'яка фінансова політика підживлювала економічний бум і таким чином посилювала наступний спад. Це було шкідливо як для домогосподарств, так і для компаній, але не спонукало ринок поставити під сумнів політику фіксованого обмінного курсу.

Невідповідна фінансова політика, що посилює циклічні коливання та призводить до періодів сильної ерозії конкурентоспроможності й високого безробіття, передбачає ризик того, що ринок піддає сумніву політичну підтримку політики фіксованого обмінного курсу. Такий сценарій може спричинити тиск на крону та, як наслідок, вимагати одностороннього підвищення Данією процентної ставки. Утім, таке підвищення призводить до подальшого ослаблення економіки. Крім того, як і кожний режим монетарної політики, політика фіксованого обмінного курсу ризикує бути підірваною, якщо фінансова політика виявиться абсолютно нежиттєздатною (Spange, & Toftdahl, 2014, с. 53).

Отже, аналіз сучасної практики валютно-курсової політики різних країн засвідчує, що валютна політика та її оперативне впровадження мають входити до основних повноважень центрального банку та чітко визначатись у відповідному законі. Залишення управління обмінним курсом повністю або частково фінансовому органу означає обмеження спроможності центробанку досягти кінцевої мети щодо інфляції, а також його гнучкості у використанні свого основного інструмента монетарної політики. Навіть якщо координація між монетарними й фінансовими органами є ефективною, політичні міркування можуть обмежити чи затримати

важливі та своєчасні рішення щодо обмінного курсу (Khatat, Buessing-Loercks, & Fleuriet, 2020, с. 22).

Валютно-курсова політика в умовах пандемії COVID-19. Як зазначається в спеціальних дослідженнях МВФ, “у країнах із надійною макроекономічною структурою та без значних фінансових конфліктів монетарна та валютна політика у відповідь на COVID-19 передбачала можливість коригування валютних курсів і пом'якшення монетарної політики” (Marques et al., 2020). Здорова макроекономічна політика та міцні фінансові інститути дали змогу успішно відповісти на виклики пандемії й у випадках режиму фіксованого валютного курсу. Голова Національного банку Данії, виступаючи з приводу 40-річчя системи фіксованого курсу крони, зауважив: “Нещодавно прив'язка валютного курсу пережила кризу пандемії. Хоча ми вдалися до застосування наших інструментів монетарної політики, особливої драми не було; це впадає в очі, враховуючи гостроту кризи; це відображає міцність і впевненість економіки Данії, сформовані за останніх 40 років”¹.

Утім, у країнах зі слабкими валютними ринками, значним впливом валютного курсу на інфляцію або нехеджованим балансовим ризиком валютні інтервенції також можуть допомогти уникнути безладного коригування валютного курсу й відповідних несприятливих наслідків для інфляції та фінансової стабільності. В умовах кризи або очікування неминучої кризи тимчасове використання широкомасштабних заходів управління рухом капіталу може дати важливий простір, поки макрофінансова політика буде впроваджена та стане ефективною. Хоча використання валютних інтервенцій і заходів управління рухом капіталу, можливо, є доцільним на рівні окремої країни, воно може спричинити великі транскордонні переливи й зовнішні ефекти, особливо якщо вони використовуються багатьма країнами одночасно (Marques et al., 2020, с. 2).

Валютні резерви необхідні центробанкам і урядам, особливо під час криз та пандемії. Вони використовуються як буфери для підтримки стабільності національної валюти та всієї національної фінансової системи. Під час кризи лише добре керовані валютні резерви здатні запобігти турбулентності щодо національної валюти, оскільки зовнішнє середовище важко спрогнозувати, а влада повинна зосередитися на внутрішньому середовищі, щоб запобігти невизначеності (Nikolova, 2021).

Привертає увагу й те, що валютні резерви, які використовуються при інтервенціях, є державною власністю, управління котрою може здійснюватися не тільки центральним банком, а й іншими державними органами та використовуватися на інші цілі. Прикладом цього є поширена практика створення національних фондів багатства (wealth funds). Зазвичай такі фонди створюються як паралельна структура щодо валютного резерву центробанку й використовуються урядовими органами. Утім, у разі принципової відмови центрального банку від таргетування

¹ Governor Lars Rohde's speech at Danmarks Nationalbank conference marking the 40th anniversary of the Danish fixed exchange rate regime / Danmarks National Bank. 2022. October 31. URL: <https://www.bis.org/review/r221031i.pdf>.

(управління) валютного курсу цілком логічно постає питання про перехід державного валютного резерву в управління уряду.

Виходячи з викладеного *Національний банк України має розглядати курсову стабільність як елемент стабільності гривні та вживати необхідні заходи (оперувати процентною ставкою, валютними інтервенціями) з метою її забезпечення в межах певних параметрів*. Такі параметри повинні бути заздалегідь узгоджені з урядом, який, зі свого боку, реалізуватиме заходи тарифного й нетарифного регулювання та інвестиційного контролю для того, щоб забезпечити середньострокову стабільність попиту й пропозиції іноземної валюти та стійкість платіжного балансу країни.

Для України, враховуючи її євроінтеграційні наміри й перспективи, важливим є міжнародний компонент монетарної політики. З огляду на це варто детальніше придивитися до пропозицій щодо побудови надійних механізмів багатосторонньої співпраці, які можна було б автоматично активувати під час майбутніх криз, аби передбачити необхідність розгортання заходів внутрішньої політики за настання шоку. Більше того, коли відновлення розпочинається, робота МВФ над інтегрованою політичною структурою свідчить про те, що не менш важливо зосередитися на структурних реформах, наприклад шляхом створення ліквідних і глибоких внутрішніх фінансових ринків та стійкого банківського сектору (Marques et al., 2020, с. 7).

Важливим є розуміння того, що “дозволеними” інструментами монетарної політики є як валютні інтервенції, так і кредитні операції центробанків із використанням тих курсів та ключових ставок, за якими вони здійснюють їх для *всіх* учасників ринку. Але, виконуючи такі операції, державна влада в цілком ринковий спосіб (шляхом зміни попиту та пропозиції) може впливати на ціну грошей – як внутрішню (процентна ставка), так і зовнішню (валютний курс). Точніше йдеться про *ціну грошей у часі* (оскільки процентна ставка – це ціна використання грошового капіталу протягом певного періоду) та в *просторі* (адже мається на увазі її оцінка в іноземній валюті, тобто ціна використання на іншій гео економічній території).

Як показують результати нашого аналізу, необхідність регулювання валютного курсу – не встановлення ринково необґрунтованого, штучного, але бажаного політиками курсу, а згладжування короткотермінових, спекулятивних чи шоківих коливань та підтримка середньо- й довгострокових паритетів – залишається важливою ціллю не тільки загальної економічної політики, а й її складових – монетарної та фінансової політики. У сучасних умовах економічної глобалізації й монетарна, й фінансова (фіскальна) влада неспроможна самотійно досягти цієї цілі. Тим більше що сама постановка цілі (вибір курсових параметрів) вимагає чіткої координації дій усіх органів економічної влади, адже не лише її досягнення вимагатиме комплексного використання різних інструментів (процентної ставки, торговельних тарифів, інвестиційного контролю), а й номінальна величина валютного курсу впливатиме на різні економічні показники (рівень інфляції, обсяг грошової маси, експорт та імпорт, приплив капіталу, бюджетний дефіцит тощо), які перебувають у зоні відповідальності як центрального банку, так і уряду.

Виходячи з викладеного можна рекомендувати НБУ розглядати курсову стабільність як елемент стабільності гривні та вживати необхідні заходи (маніпулювання процентною ставкою, валютними інтервенціями) з метою її забезпечення в межах певних параметрів.

25.6. Фіскально-монетарні інструменти активізації венчурного бізнесу та подолання викликів сталого розвитку

Різні дослідження показують, що, незважаючи на приватний характер венчурного бізнесу, уряди досі відіграють доволі активну роль у розвитку ринку сталого венчурного інвестування. Така функція регулювання повинна реалізовуватися шляхом збалансування інструментів фіскальної та монетарної політики. Так, фіскальні інструменти можуть використовуватися для прямого стимулювання сталої діяльності венчурного бізнесу. Монетарна політика спрямована на заохочення венчурних інвесторів до підтримки сталого розвитку.

Монетарна політика є доволі комплексною та складною. Отже, забезпечення актуальності її ключових інструментів і відповідності стратегій потребам сьогодення можливе лише за умови становлення конкретних таргетів та їх відпрацювання згідно з вимогами поточного середовища. Однією з найпоширеніших альтернатив монетарної політики є інфляційне таргетування, коли регулятор коригує облікову ставку лише у відповідь на відхилення темпів інфляції від її тренду. В основі режиму ІТ лежить публічне оголошення кількісних цілей стосовно рівня інфляції та зобов'язання центрального банку досягати цих цілей протягом середньострокового періоду. Ключові рішення стосовно засад грошово-кредитної політики ухвалюються з урахуванням прогнозного рівня інфляції. При цьому процентну ставку називають базовим монетарним інструментом і операційним орієнтиром таргетування такого типу.

На практиці Національний банк України розпочав застосування режиму ІТ у 2016 р. Проте ще протягом кількох попередніх років реалізувалася низка підготовчих дій. Зокрема, на першому етапі сформовано ряд технічних передумов, розроблено макроекономічні моделі. У 2015 р. створено низку інституційних передумов, зокрема усунуто фіскальне домінування та змінено процес ухвалення рішень у частині монетарної політики. Після вжиття наведених заходів було впроваджено ключові елементи ІТ (рис. 25.7).

Фіскальному таргетуванню притаманний дещо інший аспект соціально-економічного охоплення. Зокрема, на думку вітчизняних науковців, до спектра охоплення фіскальним таргетуванням потрапляють процеси консенсусного політичного й економічного обґрунтування, встановлення та дотримання стратегічних пріоритетів, середньострокових обмежень і правил бюджетно-податкової політики задля цілей антициклічного фіскального регулювання, забезпечення стійкості державних фінансів, сприяння зростанню економіки. Відповідно, фіскальне таргетування та управління фіскальними ризиками варто імплементувати в систему управління державними фінансами України (Гасанов, 2017).

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

	До 2014 р.	2014 р.	2014– 2016 рр.	2017 р...
Умови	Акумуляція дисбалансів в економіці	Криза	Стабілізація фінансової системи	Стійке економічне зростання
Режим	Фіксований обмінний курс	Еклектична політика	Перехід від монетарного до інфляційного таргетування	Інфляційне таргетування
Параметри	• Утримання завищеного обмінного курсу. • Фіскальне домінування	• Перехід до гнучкого курсоутворення. • Монетарне таргетування. • Фіскальне домінування	• Плаваючий валютний курс. • Перехід до активної процентної політики	• Плаваючий валютний курс. • Процентна ставка – основний інструмент
Цілі політики	Курсова стабільність	Стабілізація фінансової системи; забезпечення життєздатності держави; мінімізація девальвації	Дезінфляція; нарощування міжнародних резервів; стабілізація валютного ринку	Однознакова ціль щодо інфляції; нарощування міжнародних резервів

Рис. 25.7. Еволюція монетарних режимів в Україні

Джерело: Режим інфляційного таргетування / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting>.

Крім того, відбір інструментів для реалізації пріоритетів фіскальної політики має залежати від специфіки економіко-інституціонального середовища країни, її інституційних можливостей, специфіки фіскальних ризиків, оцінювання витрат/вигод від застосування процедур із метою їх пом'якшення, впровадження інших заходів з управління ризиками. Причому є можливість групування інструментів пом'якшення фіскальних ризиків за трьома категоріями. Відповідно, у світі існує досить широкий спектр таргетів фіскальної й монетарної політики, які знаходять різний прояв залежно від поточного стану середовища та стратегії розвитку на майбутнє.

Останнім часом набули поширення практики сталого розвитку, що збалансують такі складові, як стале економічне зростання, соціальна інтеграція та захист довкілля. У рамках моделі сталого розвитку чільне місце посідає венчурне фінансування відповідних проектів. Наразі є нагальна потреба в державній політиці, спрямованій на підвищення визнання можливостей сталого інвестування для венчурного бізнесу (Wöhler, & Naase, 2022). Зокрема, національна монетарна й фіскальна політика перебуває під значним впливом концепції сталого розвитку, враховуючи Порядок денний у сфері сталого розвитку до 2030 року.

Низка досліджень виявили зв'язок між еволюцією венчурного бізнесу та сталим розвитком. Зокрема, існують докази того, що останній відіграє важливу роль у діяльності сучасних венчурних інвесторів. Питання залучення фінансових ресурсів

із різних джерел для розвитку венчурних стартапів висвітлено в працях Е. Маркопулоса та Л. Каччіолатті, які звертають увагу на особливості діяльності венчурних стартапів в умовах обмеженості ресурсів (Markopoulos, Umar, & Vanharanta, 2019; Sacciolatti et al, 2020). Деякі стартапи розвивають соціально відповідальні ініціативи й ініціативи чистих технологій (Greentech) у тісній співпраці з інвесторами в цій сфері, що надають перевагу інвестиціям у соціально відповідальні та екологічно чисті бізнеси (Antarciuc et al., 2018).

Наразі проводиться широкий спектр досліджень на національному й регіональному рівнях із метою модернізації державної політики та спрямування діяльності венчурних інвесторів у стале русло. Наприклад, такий напрям досліджень набув популярності в рамках національної політики Німеччини в частині вдосконалення стратегії поліпшення доступу до фінансування для зелених і соціально орієнтованих інноваторів, стимулювання відповідальності фінансових установ та інших інвесторів¹. На регіональному рівні сприяння підтримці сталого розвитку надає Європейський Союз, встановлюючи цілі щодо полегшення доступу до інвестиційних фондів для інноваторів, пов'язаних зі сталим розвитком².

Для подолання поточних соціально економічних викликів, підвищення конкурентоспроможності бізнесу та національної економіки доцільно розглядати поєднання обох політик – фіскальної й монетарної, питання координації інструментів фіскального та монетарного регулювання (Chugunov et al., 2021). З'ясовано, що соціальні видатки бюджету й видатки на технологічне оновлення корелюють із темпами зростання реального ВВП (Simionescu et al., 2017). Окрім того, такий вплив залежить від ефективності різних інструментів координації фіскальної та монетарної політики.

Таким чином, для регулювання національної економіки використовуються інструменти як фіскальної, так і монетарної політики, що впливають на соціально-економічні процеси. Однак є відмінності в основних особливостях та функціях фіскальних і монетарних інструментів, що застосовуються. Насамперед такі відмінності зумовлені типом органу влади, котрий використовує фіскальні й монетарні інструменти, адже фіскальні інструменти характерні для прямого державного регулювання. Монетарна політика реалізується через діяльність центральних банків, включаючи управління грошовою масою та процентними ставками. Деякі дослідники зазначають, що замість прямої фінансової підтримки сталого розвитку венчурного підприємництва доцільно зосередитися на створенні відповідного середовища для активізації ризикового підприємництва, включаючи венчурні підприємства (Lerner, 2021).

¹ Die Bundesregierung. Deutsche Nachhaltigkeitsstrategie. Weiterentwicklung 2021. URL: <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/998194/1875176/3d3b15cd92d0261e7a0bcd8f43b7839/deutsche-nachhaltigkeitsstrategie-2021-langfassung-download-bpa-data.pdf>.

² Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>.

Таким чином, інструменти як фінансової, так і монетарної політики мають потенціал для сприяння процесу подолання викликів сталого розвитку венчурного бізнесу, включаючи реалізацію відповідної податкової та процентної політики. Однак варто звернути увагу на вплив кожної політики. Зокрема, фінансова політика має більш довгостроковий характер, ніж політика процентних ставок (рис. 25.8).

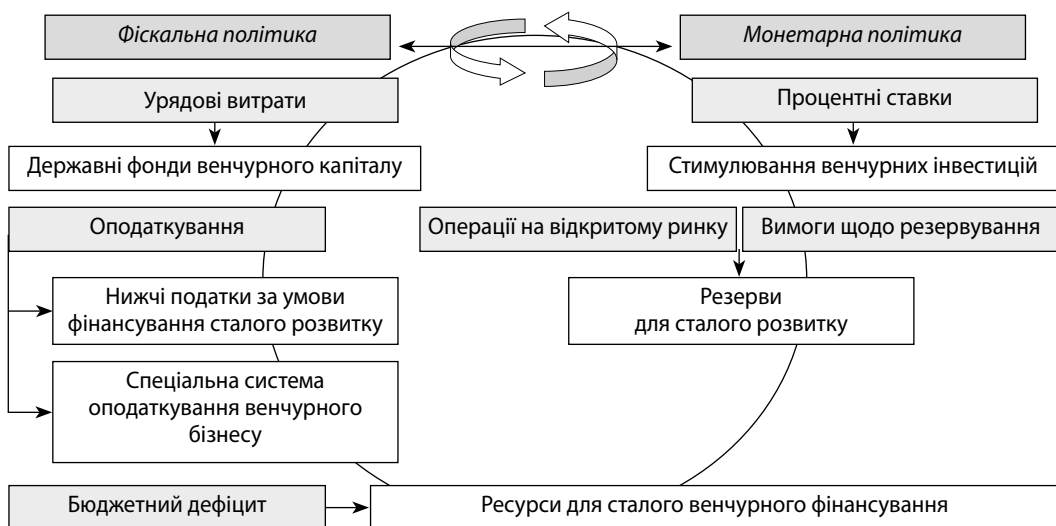


Рис. 25.8. Підтримка сталого венчурного бізнесу із застосуванням інструментів фінансової та монетарної політики

Побудовано авторами.

На практиці необхідно враховувати як глобальне середовище, так і ситуацію в національній економіці, підтримуючи ефективність процесу інтеграції фінансової та монетарної політики.

Підсумовуючи доходимо до таких висновків.

1. Стала діяльність венчурних підприємств дає їм можливість прискорити появу сталих рішень за допомогою нових технологій та інновацій. Це зумовлює зростання інвестиційної привабливості таких проєктів, спрямоване на підвищення їх комерційної й соціальної спроможності. Зазначені тенденції створюють перспективи для подальших досліджень, які можуть описати потенційні шляхи балансування між сталістю та комерційним ефектом.

2. Дослідження дає уявлення про специфічні виклики, що стають типовими для сталого венчурного бізнесу, враховуючи його ділову чи фінансову природу. Доцільно запропонувати стратегії для якнайефективнішого подолання кількох груп викликів. Зокрема, стратегічні партнерства, маркетинг і брендінг можуть вирішити бізнес-виклики. Диверсифікація продуктів та послуг, створення можливостей

для скорочення витрат і розширення доступу до сталого й зеленого фінансування розв'язують фінансову групу викликів.

3. Аналітичні дослідження показують, що, незважаючи на приватний характер сталого венчурного бізнесу, уряди досі відіграють доволі активну роль у розвитку ринку сталого венчурного інвестування. Така функція регулювання повинна реалізовуватися шляхом збалансування інструментів фіскальної й монетарної політики. Так, фіскальні інструменти можуть використовуватися для прямого стимулювання сталої діяльності венчурного бізнесу. Монетарна політика спрямована на заохочення венчурних інвесторів до підтримки сталого розвитку.

Висновки до розділу 25

Подолання глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. та її наслідків, а також коронакризи 2020–2021 рр. супроводжувалось активним застосуванням нетрадиційної/неконвенціональної економічної політики. За своїм змістом вона ознаменувала відхід від базових неоліберальних положень, які поширювались у світовій економіці з початку 1980-х років. У фіскальній сфері зазначені зміни проявились у порушенні одних із найуживаніших консенсусних лімітів на рівень бюджетного дефіциту (3 % ВВП) і державного боргу (60 % ВВП). Причому недотримання цих кількісних обмежень спостерігалось не лише в країнах із недостатньо розвиненими ринковими механізмами, а й у провідних економіках. Необхідність унормування фіскальних параметрів зумовила розвиток нових підходів до визначення та досягнення податково-бюджетних цілей, завдань, правил і процедур їх реалізації. Якщо раніше, у широкому контексті, йшлося про проведення фіскальної політики в сталих кількісних межах, то в нових умовах постало питання визначення траєкторії зниження бюджетних дефіцитів і боргового навантаження задля досягнення їхніх колишніх допустимих максимумів. У цьому сенсі фіскальна політика набула ознак фіскального таргетування. На кшталт таргетування в монетарній сфері почали визначатися довгострокові фіскальні цілі; незалежні органи, що виконують супутні прогностичні розрахунки та оцінюють рівень успішності податково-бюджетної політики держави; набули особливого значення процедури, які регламентують дії фіскальних органів; зросла роль законодавства при визначенні відповідних складових фіскального таргетування.

Враховуючи зазначений досвід, а також бюджетні виклики України, доцільно звернути увагу принаймні на такі аспекти впровадження фіскального таргетування та його гармонізації із системою монетарного таргетування: визначення цільових траєкторій зменшення бюджетного дефіциту, а також державного та гарантованого державою боргу до рівня, встановленого Бюджетним кодексом України; окреслення податково-бюджетних заходів, а також їх термінів для досягнення зазначених фіскальних цілей; утворення/визначення незалежної інституції з метою складання макроекономічних прогнозів, необхідних для реалізації неперервного бюджетного процесу; покладення на цю інституцію функції незалежного оцінювача ефективності податково-бюджетної політики; узгодження монетарних і фіскальних прогнозів, а також покладених в їх основу припущень у рамках Ради з фінансової стабільності.

У царині монетарного таргетування важливим аспектом є зміщення акцентів процентної політики на підтримку економічного зростання, активізацію фінансового посередництва, забезпечення стабільності та ліквідності фінансових ринків під час структурних криз. Для України як країни з несформованими ринками, домінуванням немонетарних чинників інфляції, високою імпортозалежністю, проблемним трансмісійним механізмом монетарної політики особливо важливо зберігати гнучкість режиму інфляційного таргетування, що даватиме можливість пріоритетно підтримувати економічне зростання в періоди пригнічення сукупного попиту й виникнення структурних криз.

Координація процентної політики центрального банку та фінансової політики уряду в період кризи та посткризового відновлення має здійснюватися з наголосом на створенні сприятливих фінансових умов для реалізації державою програм антикризової фінансової підтримки економіки, а також забезпечення ефективної трансмісії ключової ставки (її обґрунтованого рівня) на ринках державних облігацій. Такий підхід допоможе мінімізувати ризики відхилення показників економічної активності та зайнятості від їх рівноважних значень, розширюючи економічну спроможність країни й здійснюючи позитивний вплив на стійкість державних фінансів.

Іншим напрямом дії антикризового інструментарію центрального банку є впровадження програм викупу активів на вторинному ринку, які скеровуються на відновлення кривої дохідності на довгих термінах, недопущення зростання ринкових процентних ставок, блокування дестабілізаційних тенденцій на ринку, підтримку фінансової стійкості та антикризових фінансових програм.

Наприклад, під час коронакризи ЄЦБ започаткував програму екстрених закупок у зв'язку з пандемією (Pandemic Emergency Purchase Program), яка включала викуп державних і приватних цінних паперів. ФРС США почала викуповувати федеральні облігації, іпотечні й корпоративні облігації, унаслідок чого сума державних цінних паперів на балансі ФРС за рік подвоїлася та сягнула 20 % ВВП. Серед країн із ринками, що формуються, програми кількісного пом'якшення з масштабним викупом державних облігацій реалізували центральні банки Угорщини, Польщі, Румунії, Хорватії, Туреччини, ПАР, Чилі, Колумбії, Коста-Рики, Індонезії. Національний банк України за екстремальних умов і дефіциту фінансування в уряді міг би відновити діяльність із купівлі ОВДП на первинному та вторинному ринках. Обсяг таких операцій повинен бути достатнім для покриття розриву фінансування бюджету з урахуванням наявності альтернативних джерел. Крім того, умови воєнного часу також вимагають коригування традиційних підходів до монетарної політики, що проводиться з опорою на ринкові засади мирної економіки.

Політика НБУ повинна враховувати також немонетарний тиск на рівень інфляції в Україні та передбачати можливість тимчасового виходу траєкторії інфляції за межі цільового діапазону без надзорської реакції з боку облікової ставки. Немонетарне прискорення інфляції, як правило, має тимчасовий характер і після ефекту мультиплікації від зростання вартості витрат в умовах вузького й пригніченого попиту та стабільного обмінного курсу вичерпується. Натомість жорстка

корекція немонетарної інфляції монетарними методами призводить до зменшення доступності позичкових ресурсів і посиленого витрачання економічними суб'єктами наявних заощаджень, що має наслідком гальмування процесу економічного відновлення.

Важливу роль у монетарному таргетуванні відіграє оперування ключовою процентною ставкою центрального банку та визначення рівня нейтральної процентної ставки для конкретних економічних умов. Проблеми поточного використання інструментарію нейтральної ставки в Україні полягають у такому: численні структурні шоки національної економіки перешкоджають виявленню функціональних причинно-наслідкових зв'язків у моделях нейтральної ставки; метод непокритого процентного паритету, що застосовується НБУ, не враховує впливу внутрішніх факторів розвитку економіки; цей метод повністю узалежнює нейтральну ставку від міжнародних потоків капіталу, що загрожує прийняттям необґрунтованих рішень із монетарної політики, здатних спровокувати накопичення дисбалансів та виникнення криз; низька ефективність комунікаційної політики щодо ролі нейтральної процентної ставки в прийнятті рішень монетарної політики.

Концептуальні засади застосування нейтральної процентної ставки в практиці монетарного регулювання економіки України повинні включати такі елементи: визначення релевантного методу оцінки нейтральної процентної ставки з урахуванням внутрішніх факторів розвитку економіки (продуктивності праці, змін чисельності та структури робочої сили, відносної вартості залучення капіталу, демографічної динаміки, міжчасових пріоритетів населення, детінізації). Імовірною опцією може бути комбінація альтернативних методів оцінки нейтральної процентної ставки з урахуванням підходів на основі UIP-методу та методу Лаубаха – Вільямса, адаптованого до умов відкритої економіки; оприлюднення результатів періодичних оцінок нейтральної процентної ставки та їх обговорення з експертним середовищем; розроблення середньо- й довгострокових прогнозів нейтральної процентної ставки; інтеграцію порядку отримання результатів оцінки нейтральної ставки з процедурними питаннями прийняття рішень центрального банку з монетарної політики в рамках діючого монетарного режиму; регулярні комунікаційні заходи з висвітлення ролі нейтральної процентної ставки в прийнятих рішеннях і з монетарної політики в контексті досягнення певних цілей центробанку.

Тимчасом як у закритій економіці основною проблемою монетарної політики є подолання компромісу між інфляцією та безробіттям, яку було всебічно вивчено в неокейнсіанській теорії, у відкритій економіці існує додатковий компроміс між інфляцією й таргетуванням обмінного курсу. Держава може або залишити обмінні курси вільно плаваючими та використовувати свою монетарну політику для таргетування внутрішньої інфляції, що зробить економіку більш залежною від зовнішніх шоків, або зменшити залежність від зовнішніх шоків шляхом таргетування обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій; однак монетарна політика тоді буде ендегенною для змін обмінного курсу, й таргетування інфляції стане неможливим. Тому оптимальний ступінь втручання монетарної влади в процес кур-

соутворення перебуває в центрі політичних і економічних інтересів та дискусій. Останнє, на жаль, не стосується України, хоча власне теоретичне осмислення ситуації могло б відіграти важливу роль у формулюванні й реалізації національної економічної політики.

Хоча НБУ стверджує, ніби таргетування інфляції є головною метою монетарної політики, емпіричні результати свідчать про те, що таргетування реального валютного курсу може бути важливим інструментом економічної політики, адже експортні надходження мають велике значення для економіки та значний вплив на загальну масу грошей в обігу (через їх конвертацію на ринку, включаючи періодичну дію механізму обов'язкового продажу (цесії) іноземної валюти). Поєднання таргетування інфляції й таргетування валютного курсу з його пріоритетом є оптимальною монетарною стратегією для країн, що розвиваються, та країн із висхідними ринками, добре інтегрованими до світових товарних і/або фінансових ринків.

Відома "трилема несумісності", насправді, має своїм третім компонентом не незалежну монетарну політику (оскільки до цього поняття цілком слушно слід віднести й можливість керувати валютним курсом), а власне можливість використовувати ключову процентну ставку. У зв'язку з цим кидається у вічі логічна помилка, яка допускає ринкове маніпулювання внутрішньою ціною грошей, але не вважає це елементом незалежної монетарної політики стосовно їх зовнішньої ціни. Хоча саме така можливість скоріше відповідає поняттю незалежності національної монетарної політики від зовнішніх шоків.

Необхідність регулювання валютного курсу – не встановлення ринково не обґрунтованого, штучного, але бажаного політиками курсу, а згладжування короткотермінових, спекулятивних чи шоківих коливань та підтримка середньо- й довгострокових паритетів – залишається важливою ціллю не тільки загальної економічної політики, а й її складових – монетарної та фінансової політики. У сучасних умовах економічної глобалізації й монетарна, й фінансова (фінансова) влада неспроможна самотійно досягти цієї цілі. Тим більше що сама постановка цілі (вибір курсових параметрів) вимагає чіткої координації дій усіх органів економічної влади, адже не лише її досягнення вимагатиме комплексного використання різних інструментів (процентної ставки, торговельних тарифів, інвестиційного контролю), а й номінальна величина валютного курсу впливатиме на різні економічні показники (рівень інфляції, обсяг грошової маси, експорт та імпорт, приплив капіталу, бюджетний дефіцит тощо), які перебувають у зоні відповідальності як центрального банку, так і уряду.

З огляду на викладене можна рекомендувати НБУ розглядати курсову стабільність як елемент стабільності гривні та вживати необхідні заходи (оперувати процентною ставкою, валютними інтервенціями) з метою її забезпечення в межах певних параметрів. Такі параметри повинні бути заздалегідь узгоджені з урядом, який, зі свого боку, реалізуватиме заходи тарифного й нетарифного регулювання та інвестиційного контролю для того, щоб забезпечити середньострокову стабільність попиту й пропозиції іноземної валюти та стійкість платіжного балансу країни.

МЕТОДОЛОГІЯ ОЦІНКИ ЯКОСТІ НЕФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ ЯК ОСНОВИ ДЛЯ ОБҐРУНТУВАННЯ НАДАННЯ ДЕРЖАВНОЇ ПІДТРИМКИ ПІДПРИЄМСТВАМ НА ПОДОЛАННЯ НАСЛІДКІВ ПАНДЕМІЇ COVID-19

Якість звітної інформації є необхідною передумовою забезпечення ефективного та прозорого процесу прийняття управлінських рішень на макро-, мезо- й мікрорівні. Особливої цінності якість даних набуває в разі впливу на об'єкт звітування надзвичайних ситуацій.

Метою дослідження є аналіз інституціонального середовища підготовки нефінансових звітів та наукове обґрунтування теоретико-методологічних засад і організаційно-методичних підходів до оцінки якості звітності.

Нами проаналізовано міжнародні підходи щодо встановлення вимог до розкриття підприємствами інформації про внесок у досягнення Цілей сталого розвитку (*далі* – ЦСР), що дало змогу ідентифікувати ключові методологічні засади оцінювання якості нефінансових звітів. Визначено основні проблеми гармонізації вітчизняного законодавства у сфері бухгалтерського обліку та звітності з директивними вимогами ЄС, зокрема в частині понятійно-термінологічних розбіжностей, механізму збору й обробки даних нефінансових звітів підприємств і відсутності належної системи забезпечення їх якості. Одним з інструментів розв'язання окреслених проблем є розроблення документа рекомендаційного характеру з проведення оцінки якості нефінансової звітності на підприємствах у межах виконання завдань внутрішнього аудиту. Авторами запропоновано проект Методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб.

26.1. Міжнародні підходи до регулювання розкриття підприємствами інформації про внесок у досягнення Цілей сталого розвитку

На тлі безпрецедентних проблем, викликаних необхідністю подолання наслідків вірусної хвороби COVID-19, в Україні відбувались активні процеси розбудови відносин з ЄС та просування глобальних трендів

щодо досягнення ЦСР. Прогрес у вирішенні цих питань задля досягнення балансу економічних, екологічних і соціальних імперативів спричинив системні зміни національного законодавства, спрямовані на підвищення довіри суспільства до підприємницьких структур та модернізацію системи звітності відповідно до законодавства ЄС.

Курс України на вступ до ЄС і те, що вона як країна – член ООН приєдналася до глобального процесу досягнення ЦСР, передбачених Підсумковим документом “Перетворення нашого світу: порядок денний у сфері сталого розвитку до 2030 року”, зумовлює задля визначення напрямів удосконалення національного законодавства актуальність огляду міжнародного досвіду у сфері регулювання розкриття підприємствами інформації про внесок у досягнення ЦСР.

У цьому дослідженні такий огляд проведено на глобальному й регіональному рівнях. В умовах, коли в постпандемічний період як наукова спільнота, так і уряди країн активно працюють над аналізом наслідків та викликів подолання COVID-19, важливість вивчення таких практик підтверджується дослідженням інвестиційного інституту BlackRock. Згідно з результатами цього дослідження, компанії, що дотримуються Керівних принципів ООН, змогли ефективніше витримати та відповісти на виклики COVID-19¹. Глобальний договір ООН (United Nations Global Compact)² визначає 10 основних принципів, дотримання яких дасть можливість суб’єкту господарювання забезпечити високий рівень корпоративної соціальної відповідальності та вагомий внесок у досягнення ЦСР.

Інформаційною базою оцінки дотримання наведених принципів слугує звітність підприємств про сталий розвиток. Підготовка такої звітності потребує уніфікації на міжнародному, регіональному, національному й галузевому рівнях. Прикладом стандартизації змісту звітів про сталий розвиток може слугувати ініціатива Конференції ООН з торгівлі та розвитку Керівництво з ключових показників звітності зі сталого розвитку та впливу на ЦСР³. Наразі на міжнародному рівні, паралельно з обов’язковим розкриттям підприємствами фінансової й нефінансової інформації про вплив їхньої діяльності на економіку, екологію та суспільство шляхом складання відповідної звітності, існують практики так званого добровільного звітування з питань корпоративної соціальної відповідальності в контексті сталого розвитку (звітність зі сталого розвитку). В Україні подібна практика дістала поширення ще до законодавчого врегулювання та досі розвивається великими підприємствами або такими, які входять до складу міжнародних груп компаній.

Активна фаза роботи щодо регламентації підготовки звітності про сталий розвиток розпочалася на конференції UN Climate Change Conference UK (м. Глазго, 2021 р.), де було оголошено про створення Ради з міжнародних стандартів стало-

¹ Public Disclosure / BlackRock Advisors (UK) Limited. 2023. URL: <https://www.blackrock.com/uk/literature/public-disclosure/blackrock-advisors-uk-limited-public-disclosure-2023.pdf>.

² UN Global Compact. URL: <https://unglobalcompact.org/>.

³ Guidance on Core Indicators for Sustainability and SDG Impact Reporting / UNCTAD ISAR. 2022. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diae2022d1_en.pdf.

го розвитку (International Sustainability Standards Board, ISSB)¹. ISSB виступає розробником стандартів, метою яких є створення високоякісної, усебічної глобальної базової парадигми розкриття інформації про сталий розвиток, орієнтованої на потреби інвесторів і фінансових ринків.

Першою ініціативою ISSB став стандарт МСФЗ С1 (IFRS S1), котрим визначено основний зміст фінансової інформації, пов'язаної зі сталим розвитком, зокрема: підприємство повинне розкривати суттєву інформацію про ризики й можливості, пов'язані зі сталим розвитком. Судження про суттєвість приймається в контексті фінансової інформації, яка стосується сталого розвитку. Ступінь суттєвості має бути таким, щоб забезпечити користувачів фінансової звітності загального призначення інформацією, максимально корисною для оцінки вартості підприємства; інформація, яка може стосуватись оцінки вартості підприємства, є ширшою, ніж відображена у фінансовій звітності. Вона включає ESG-інформацію, якщо це стосується оцінки вартості підприємства; підприємство повинне розкривати інформацію, що стосується сталого розвитку, як складову фінансової звітності загального призначення².

МСФЗ С1 встановлює вимоги, які стосуються порівняльної інформації; частоти звітування; визначення суб'єкта господарювання, що звітує, та пов'язаної з ним фінансової звітності; використання фінансових даних і припущень; джерел оцінок та невизначеності результатів; виправлення помилок³. Встановлено, що фінансова звітність загального призначення суб'єкта господарювання повинна включати повне, нейтральне й достовірне відображення його фінансової інформації, пов'язаної зі сталим розвитком (п. 3 МСФЗ С1)⁴.

Фінансова інформація, пов'язана зі сталим розвитком, є ширшою за дані фінансових звітів загального призначення та може включати інформацію з таких напрямів (п. 6 МСФЗ С1)⁵: стратегія управління ризиками, пов'язаними зі сталим

¹ The Glasgow climate pact. COP26. URL: <https://ukcop26.org/wp-content/uploads/2021/11/COP26-Presidency-Outcomes-The-Climate-Pact.pdf>.

² Snapshot of Exposure Draft IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information and Exposure Draft S2 Climate-related Disclosures. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/snapshot-exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information-and-exposure-draft-s2-general-sustainability-related-disclosures.pdf>.

³ Snapshot of Exposure Draft IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information and Exposure Draft S2 Climate-related Disclosures. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/snapshot-exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information-and-exposure-draft-s2-general-sustainability-related-disclosures.pdf>.

⁴ IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf>.

⁵ Snapshot of Exposure Draft IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information and Exposure Draft S2 Climate-related Disclosures. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/snapshot-exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information-and-exposure-draft-s2-general-sustainability-related-disclosures.pdf>.

розвитком; інформація про рішення суб'єктів господарювання, які можуть призвести до надходжень або вибуття в майбутньому активів, що не відповідають критеріям визнання у фінансовій звітності; репутація, результати й перспективи діяльності суб'єкта звітування як наслідок взаємодії з оточуючим ESG-середовищем; розвиток активів, створення яких базується на знаннях (knowledge-based assets).

Стандарт МСФЗ С2 (IFRS S1) містить вимоги щодо розкриття підприємствами інформації про пов'язані з кліматом ризики¹. Він вимагатиме від підприємств розкриття інформації про те, яким чином зміна клімату вплине на бізнес-модель, стратегію та грошові надходження в коротко-, середньо- або довгостроковій перспективі, залучення фінансування й вартість капіталу. Наприклад, продовження ведення певного напрямку діяльності може негативно вплинути на репутацію підприємства та обмежити його доступ до фінансування (отримання кредитування, залучення інвестицій).

Зазначені стандарти були затверджені ISSB у липні 2023 р.

На регіональному рівні стандартизація підходів до розкриття підприємствами нефінансової інформації розпочалась у 2014 р. із затвердження Директивою 2014/95/ЄС змін до Директиви 2013/34/ЄС у частині запровадження обов'язкового для окремих типів підприємств розкриття нефінансової інформації у звіті про управління. Єврокомісією було розроблено документ роз'яснювального характеру, спрямований на надання допомоги підприємствам у підготовці відповідної інформації, "Настанови з нефінансового звітування (методика розкриття нефінансової інформації)" (2017/C215/01)².

Усвідомлюючи сучасні потреби інвесторів та інших зацікавлених сторін в інформації щодо сталого розвитку підприємств, Єврокомісія продовжила роботу над удосконаленням методологічних підходів до нефінансового звітування. Так, у 2022 р. Директивою 2022/2464³ було внесено зміни до Директиви 2013/34/ЄС, що регулює подання нефінансової інформації. Зокрема, розширено сферу зобов'язань щодо звітування з питань сталого розвитку для підприємств, які є резидентами держав – членів ЄС або ведуть діяльність на території ЄС. Нові зобов'язання застосовуватимуться до суб'єктів звітування з 2024 фінансового року.

Директива 2022/2464 вимагає від держав – членів ЄС вжити заходів для забезпечення того, щоб розкриття інформації про сталий розвиток включало відо-

¹ IFRS S2 Climate-related Disclosures. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/climate-related-disclosures/issb-exposure-draft-2022-2-climate-related-disclosures.pdf>.

² Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information) (2017/C215/01) / European Commission. 2017. URL: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)).

³ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

мості про плани та стратегії, які забезпечують сумісність бізнес-моделі й стратегії компанії з переходом до сталої економіки, глобальною метою помірною підвищення температури на 1,50C і метою досягнення кліматичної нейтральності до 2050 р., а також залежність компанії від видобутку вугілля, нафти та газу¹. Державам – членам ЄС надано 18 місяців для імплементації положень Директиви 2022/2464 в національне законодавство. Єврокомісія вповноважена ухвалити делеговані акти, що доповнюють вказану Директиву та забезпечують розроблення стандартів звітності зі сталого розвитку як для великих підприємств, так і для малого й середнього бізнесу. У цих актах має бути зазначено, що звітність повинна включати інформацію про викиди парникових газів (за сферами). Підприємства також зобов'язані звітувати про соціальні фактори та права людини. Фінальна версія Директиви 2022/2464 оприлюднена в EU Official Journal і набрала чинності 5 січня 2023 р.

Перші звіти, підготовлені згідно з вимогами Директиви 2022/2464, повинні бути подані підприємствами за 2024 фінансовий рік. Метою Директиви 2022/2464 є встановлення вимог шляхом внесення змін до супутніх нормативно-правових актів ЄС щодо розкриття підприємствами релевантної, порівнянної й достовірної інформації про сталий розвиток. Запровадження цих вимог сприятиме досягненню таких цілей, окреслених ЄС:

- реалізація Європейського зеленого курсу (The European Green Deal), метою якого є відокремлення економічного зростання від використання природних ресурсів (п. 1);
- переорієнтація потоків капіталу на стале інвестування з метою досягнення сталого та інклюзивного зростання; управління фінансовими ризиками, пов'язаними зі зміною клімату, виснаженням ресурсів, погіршенням стану довкілля й соціальними проблемами, а також сприяння підвищенню прозорості у фінансово-економічній діяльності (п. 2);
- виконання завдань, поставлених Паризькою угодою відповідно до Рамкової конвенції ООН про зміну клімату від 12 грудня 2015 р., Конвенцією ООН про біологічне різноманіття, зокрема в частині розкриття інформації про вплив підприємств на довкілля в контексті пом'якшення наслідків порушення екосистем та інших викликів, спричинених діяльністю людства (п. 11);
- зростання кількості інвестиційних продуктів, спрямованих на досягнення ЦСР. У цьому контексті якісна звітність зі сталого розвитку може сприяти спрощенню доступу підприємств до фінансового капіталу (п. 12);

¹ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting (Corporate Sustainability Reporting Directive). Overview. / LSE. 2023. URL: <https://climate-laws.org/geographies/european-union/laws/directive-eu-2022-2464-of-the-european-parliament-and-of-the-council-of-14-december-2022-amending-regulation-eu-no-537-2014-directive-2004-109-ec-directive-2006-43-ec-and-directive-2013-34-eu-as-regards-corporate-sustainability-reporting-corporate-sustainability-reporting-directive>.

- нівелювання ризиків зміни клімату та їх впливу на інвестиції; брак порівнюваних показників впливу підприємств щодо сталого розвитку (п. 14) та ін.¹

Однією з ключових змін, які вносяться Директивою 2022/2464, є доповнення ст. 2 Директиви 2013/34/ЄС такими визначеннями: питання сталого розвитку (екологічні, соціальні права та права людини, а також фактори управління, у т. ч фактори сталого розвитку, окреслені в п. 24 ст. 2 Регламенту ЄС 2019/2088); звітність зі сталого розвитку (звітна інформація з питань сталого розвитку згідно зі статтями 19а, 29а і 29d Директиви 2013/34/ЄС); ключові нематеріальні ресурси (ресурси, які не мають фізичного змісту, від котрих фундаментально залежить бізнес-модель підприємства та які становлять джерело створення цінності для підприємства); незалежний постачальник послуг із надання впевненості (орган з оцінки відповідності, акредитований згідно з Регламентом ЄС № 765/2008 Європейського парламенту та Ради).

Окремо слід зазначити, що, згідно з Директивою 2022/2464, великі підприємства, а також малі й середні підприємства, за винятком мікропідприємств, які є суб'єктами суспільного інтересу, повинні розкривати інформацію про ключові нематеріальні ресурси та пояснювати, як бізнес-модель підприємства залежить від таких ресурсів (ст. 19)².

Важливою зміною, що вноситься Директивою 2022/2464, є поява в законодавчому полі та зміна попередньої назви звітності з “нефінансовий звіт” на “звітність зі сталого розвитку”. У новій редакції ст. 19а Директиви 2013/34/ЄС визначено зміст звіту зі сталого розвитку, зокрема:

- (а) короткий опис бізнес-моделі та стратегії підприємства, включаючи:
 - (i) стійкість бізнес-моделі і стратегії підприємства щодо ризиків, пов'язаних із питаннями сталого розвитку;
 - (ii) можливості підприємства, пов'язані з питаннями сталого розвитку;
 - (iii) плани підприємства, включаючи дії з реалізації та відповідні фінансові й інвестиційні плани, для забезпечення того, щоб його бізнес-модель і стратегія були сумісні з переходом до сталої економіки та з обмеженням глобального потепління до 1,5 °C згідно з Паризькою угодою в межах Рамкової конвенції ООН про зміну клімату, прийнятою 12 грудня 2015 р., і метою досягнення кліматичної нейтральності до 2050 р., встановленою в Регламенті ЄС 2021/1119 Європейського парламенту та Ради, а також, у певних випадках, схильність підприємства до діяльності, пов'язаної з вугіллям, нафтою й газом;
 - (iv) те, як бізнес-модель і стратегія підприємства враховують інтереси зацікавлених сторін та вплив підприємства на питання сталого розвитку;

¹ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

² Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

(v) те, як стратегія підприємства була реалізована щодо питань сталого розвитку;

(b) опис встановлених підприємством цільових показників із зазначенням термінів, пов'язаних із питаннями сталого розвитку, включаючи абсолютні цільові показники скорочення викидів парникових газів до 2030 і 2050 рр.;

(c) опис ролі адміністративних, управлінських та наглядових органів щодо питань сталого розвитку, а також їх досвіду й навичок стосовно виконання цієї ролі;

(d) опис політики підприємства щодо питань сталого розвитку;

(e) інформація про існування схем стимулювання, пов'язаних із питаннями сталого розвитку, які пропонуються членам адміністративних, управлінських і наглядових органів;

(f) розкриття інформації щодо:

(i) належної обачності, що застосовується підприємством стосовно питань сталого розвитку;

(ii) основних фактичних або потенційних несприятливих впливів, пов'язаних із діяльністю підприємства та його ланцюгом створення вартості;

(iii) будь-яких дій, вжитих підприємством для запобігання, пом'якшення, усунення або припинення фактичного чи потенційного несприятливого впливу, та результату таких дій;

(g) опис основних ризиків підприємства, пов'язаних із питаннями сталого розвитку;

(h) показники, які стосуються розкриття інформації, згаданої в пунктах (a)–(g)¹.

Варто зауважити, що для малих і середніх підприємств та кептивних страхових і перестраховальних компаній згідно з п. 5 ст. 19а Директиви 2013/34/ЄС передбачено звільнення від розкриття інформації, визначеної п. 2 цієї статті, у звіті зі сталого розвитку. Зокрема, вказані суб'єкти можуть обмежитися розкриттям лише таких даних:

(a) короткий опис бізнес-моделі та стратегії підприємства;

(b) опис політики підприємства щодо питань сталого розвитку;

(c) основні фактичні або потенційні несприятливі впливи підприємства на питання сталого розвитку;

(d) основні ризики для підприємства, пов'язані з питаннями сталого розвитку, і те, як воно керує цими ризиками;

(e) ключові показники, необхідні для розкриття інформації, згаданої в пунктах (a)–(d)².

¹ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

² Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Отже, особливістю змін, що вносяться до Директиви 2022/2464, є надання можливості підприємствам здійснення перехресного посилання на дані інших звітів. Наприклад, у звіті про корпоративне управління (п. (g) ст. 20) від підприємств визначених типів вимагається розкривати інформацію стосовно політики різноманітності. Згідно з доповненнями, внесеними до ст. 20 Директивою 2022/2464, підприємства при підготовці звіту про корпоративне управління можуть посилалися на відповідний розділ звіту зі сталого розвитку, в якому розкривається інформація про політику різноманітності, й у цьому контексті вимога вказаної статті вважається дотриманою (табл. 26.1)¹.

Таблиця 26.1

Порівняльна характеристика директив 2013/34/ЄС і 2022/2464 відповідно до ст. 1 Директиви 2022/2464

Редакція Директиви 2013/34/ЄС до прийняття Директиви 2022/2464	Редакція Директиви 2013/34/ЄС станом на 14.12.2022	Зміст внесених змін та доповнень
Стаття 1. Сфера	Стаття 1. Сфера	Застосування вимог щодо підготовки звітності зі сталого розвитку великими підприємствами, малими та середніми підприємствами, крім мікропідприємств
Стаття 2. Визначення	Стаття 2. Визначення	Додано визначення понять: "питання сталого розвитку", "звітність зі сталого розвитку", "ключові нематеріальні активи", "незалежний постачальник послуг із надання впевненості"
Стаття 19. Зміст звіту про управління	Стаття 19. Зміст звіту про управління	Необхідність розкриття інформації про ключові нематеріальні активи великими, малими й середніми підприємствами (крім мікропідприємств)
Стаття 19а. Нефінансовий звіт	Стаття 19а. Звіт зі сталого розвитку	У цій статті розкриваються питання змісту звіту зі сталого розвитку; особливості застосування стандартів звітності зі сталого розвитку; особливості звільнення від розкриття повної інформації у звіті зі сталого розвитку для малих підприємств, кептивних страхових і перестраховальних компаній; особливості звітування дочірніх підприємств, чиї материнські компанії розміщено в третій країні (поза межами ЄС)
Стаття 20. Звіт про корпоративне управління	Стаття 20. Звіт про корпоративне управління	Визначено особливості перехресного посилання на інші складові звіту про управління, до складу якого входить звіт зі сталого розвитку
Стаття 23. Звільнення від консолідації	Стаття 23. Звільнення від консолідації	Уточнено особливості звільнення від консолідації підприємств, що зобов'язані складати звіт зі сталого розвитку

¹ Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No. 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

Продовження табл. 26.1

Редакція Директиви 2013/34/ЄС до прийняття Директиви 2022/2464	Редакція Директиви 2013/34/ЄС станом на 14.12.2022	Зміст внесених змін та доповнень
Стаття 29а. Консолідований нефінансовий звіт	Стаття 29а. Консолідований звіт зі сталого розвитку	Особливості консолідації звітності зі сталого розвитку
	Розділ 6а. Стандарти звітності зі сталого розвитку	Внесено новий розділ, присвячений механізму розроблення, введення державами – членами ЄС у дію та перегляду стандартів звітності зі сталого розвитку. Також цим розділом (ст. 29b) визначено сферу розкриття інформації, яку охоплюють стандарти звітності зі сталого розвитку
	Розділ 6б. Єдиний електронний формат звітування	Визначено засади застосування електронного формату подання звіту про управління підприємствами
Розділ 7. Оприлюднення. Стаття 30. Загальна вимога щодо оприлюднення	Розділ 7. Оприлюднення. Стаття 30. Загальна вимога щодо оприлюднення	Уточнено вимоги стосовно оприлюднення звітності підприємств в електронному форматі разом із аудиторським висновком
Стаття 33. Відповідальність за складання та оприлюднення фінансової звітності та звіту про управління	Стаття 33. Відповідальність за складання та оприлюднення фінансової звітності та звіту про управління	Держави-члени повинні забезпечити, щоб члени адміністративних, керівних та контрольних органів підприємства, що діють у межах повноважень, покладених на них національним законодавством, несли колективну відповідальність за те, щоб звіти були складені й опубліковані згідно з вимогами цієї Директиви та, де це застосовно, міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, прийнятих згідно з Регламентом ЄС № 1606/2002, делегованим Регламентом ЄС 2019/815, стандартів звітності зі сталого розвитку, згаданих у ст. 29b або ст. 29c цієї Директиви та з урахуванням вимог ст. 29d цієї Директиви
Розділ 8. Аудит. Стаття 34. Загальна вимога	Розділ 8. Аудит. Стаття 34. Загальна вимога	Встановлено вимогу стосовно необхідності надання впевненості щодо відповідності звітності зі сталого розвитку вимогам Директиви 2013/34/ЄС і стандартам звітності зі сталого розвитку. Встановлено вимоги до аудиторів, що виконують завдання з надання впевненості щодо звіту зі сталого розвитку (п. 4)
	Розділ 9а. Звітність щодо підприємств у третіх країнах. Стаття 40а. Звіт зі сталого розвитку щодо підприємств третіх країн	Держави-члени вимагають, щоб звіт зі сталого розвитку, що надсилається дочірнім підприємством або філією, розташованою на території ЄС, був складений відповідно до стандартів, прийнятих згідно зі ст. 40b
	Стаття 40b. Стандарти звітності зі сталого розвитку для підприємств третіх країн	Визначено, що Європейська комісія повинна до 30 червня 2024 р. прийняти делегований акт відповідно до ст. 49, який доповнює цю Директиву, щоб забезпечити стандарти звітності зі сталого розвитку для підприємств третіх країн, в яких зазна-

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 26.1

Редакція Директиви 2013/34/ЄС до прийняття Директиви 2022/2464	Редакція Директиви 2013/34/ЄС станом на 14.12.2022	Зміст внесених змін та доповнень
		чається інформація, що має бути включена до звітів зі сталого розвитку, зазначених у ст. 40a
	Стаття 40с. Відповідальність за складання, оприлюднення та забезпечення доступності звітів зі сталого розвитку щодо підприємств третіх країн	Держави-члени повинні передбачити, щоб філії підприємств третіх країн несли відповідальність за забезпечення, в міру своїх знань та можливостей, складання їх звіту зі сталого розвитку згідно зі ст. 40a, а також оприлюднення й доступності цього звіту відповідно до ст. 40d
	Стаття 40d. Оприлюднення	Визначено особливості оприлюднення звітності зі сталого розвитку підприємствами третіх країн

Складено авторами.

Наразі імплементація положень Директиви 2022/2464 в законодавство держав – членів ЄС триває (Єврокомісією надано на це 18 місяців). Відповідні зміни буде внесено до національних нормативно-правових актів, окремий огляд яких наведено в табл. 26.2.

Таблиця 26.2

Досвід держав – членів ЄС у сфері законодавчого регулювання нефінансового звітування

Країна	Назва законодавчого акта	Орган, що розробив законодавчий акт
Австрія	Закон про сталий розвиток та поліпшення різноманітності	Національна рада (розроблено). Федеральна рада (затверджено)
Бельгія	Закон про публікацію нефінансової звітності та інформації, що стосується різноманітності, деякими великими компаніями і групами	Парламент
Іспанія	Закон 11/2018 від 28 грудня, яким вносяться зміни до Закону про компанії, затверджений Королівським законодавчим декретом 1/2010 від 2 липня, та Закону 22/2015 від 20 липня про аудит рахунків, у частині нефінансової інформації та різноманітності	Уряд
Італія	Закон від 30 грудня 2016 р., п. 254, що стосується імплементації Директиви 2014/95/ЄС	Парламент
Німеччина	Закон про посилення нефінансової звітності компаній у звітах про управління (Закон про імплементацію директиви 2014/95/ЄС)	Бундестаг
Франція	Постанова від 19 липня 2017 р. № 2017-1180	Парламент

Закінчення табл. 26.2

Країна	Назва законодавчого акта	Орган, що розробив законодавчий акт
Польща	Проект Закону про імплементацію директиви 2014/95/ЄС	Парламент

Скадано за: Nachhaltigkeits- und Diversitätsverbesserungsgesetz, NaDiVeG. URL: https://www.ris.bka.gv.at/Dokument.wxe?Abfrage=Gesamtabfrage&Dokumentnummer=BGBLA_2017_I_20&ResultFunctionToken=35d7e33b-bcea-4a9a-a67c-501c7ff9e15f&SearchInAsylGH=&SearchInAvn=&SearchInAvsv=&SearchInBegut=&SearchInBgblAlt=&SearchInBgblAuth=&SearchInBgblPd; Loi relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes sociétés et certains groups. URL: https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&table_name=loi&cn=2017090302; Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. URL: [https://www.boe.es/boe/dias/2018/12/29/pdfs/BOE-A-2018-17989.pdf;](https://www.boe.es/boe/dias/2018/12/29/pdfs/BOE-A-2018-17989.pdf) Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni (17G00002) (GU Serie Generale n.7 del 10-01-2017). URL: [https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2017-01-10&atto.codiceRedazionale=17G00002&elenco30giorni=true;](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2017-01-10&atto.codiceRedazionale=17G00002&elenco30giorni=true) Bundesanzeiger. URL: [https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&start=/%5b@attr_id=%27bgbl117s0802.pdf%27%5d#_bgbl_%2F%2F%5B%40attr_id%3D%27bgbl117s0802.pdf%27%5D_1622794301995;](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&start=/%5b@attr_id=%27bgbl117s0802.pdf%27%5d#_bgbl_%2F%2F%5B%40attr_id%3D%27bgbl117s0802.pdf%27%5D_1622794301995) Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises. URL: [https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000035250851.](https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000035250851)

Підсумовуючи, слід зауважити, що в Україні у 2017 р. із метою приведення норм національного законодавства у відповідність із законодавством ЄС було запроваджено вимогу складання звіту про управління¹ та визначено порядок розкриття в ньому підприємствами фінансової й нефінансової інформації про їхню діяльність². У червні 2023 р. лідери країн – членів ЄС ухвалили рішення про надання Україні статусу кандидата на членство в ЄС. Тож уряд країни разом із бізнес-спільнотою повинен імплементувати законодавство ЄС у сфері розкриття підприємствами інформації щодо внеску в досягнення ЦСР.

Водночас варто наголосити на наявності перешкод на шляху зазначеного процесу. Зокрема, корпоративна звітність у частині звіту про управління або звіту керівництва на державному рівні не розглядається як інформаційне джерело забезпечення національної системи моніторингу досягнення ЦСР. Через це в національному нормативному полі існує проблема понятійно-термінологічних розбіжностей, не приділяється увага формуванню механізму збору й узагальнення на державному рівні інформації про вплив діяльності підприємств на економіку, екологію та сус-

¹ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 16.07.1999 № 996-XIV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.

² Про затвердження Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління : наказ Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0982201-18#Text>.

пільство. Крім того, відсутня загальновизнана методологія оцінки якості такої звітності, котра може слугувати інформаційним джерелом обґрунтування надання державної підтримки, зокрема щодо подолання наслідків пандемії COVID-19.

26.2. Національна практика розкриття інформації про вплив пандемії COVID-19 на діяльність державних підприємств

Методологія дослідження національної практики розкриття інформації про вплив пандемії коронавірусної хвороби на діяльність державних підприємств базується на компаративному аналізі директивних вимог ЄС, Європейських стандартів звітності зі сталого розвитку (далі – ЄСЗС) та практики вітчизняних державних підприємств. Міністерство фінансів України розробило методичні рекомендації щодо розкриття нефінансової інформації у звіті про управління (орієнтовна структура звіту, види інформації, яку потрібно розкрити, тощо)¹.

Розглянемо динаміку складання нефінансової звітності державними підприємствами України (рис. 26.1, додаток 26.1). Обмеження періоду дослідження практики звітування 2021 р. зумовлене відсутністю офіційно оприлюднених річних даних підприємств у зв'язку з війною в Україні відповідно до змін, внесених Законом України від 19.07.2022 № 2435-IX².

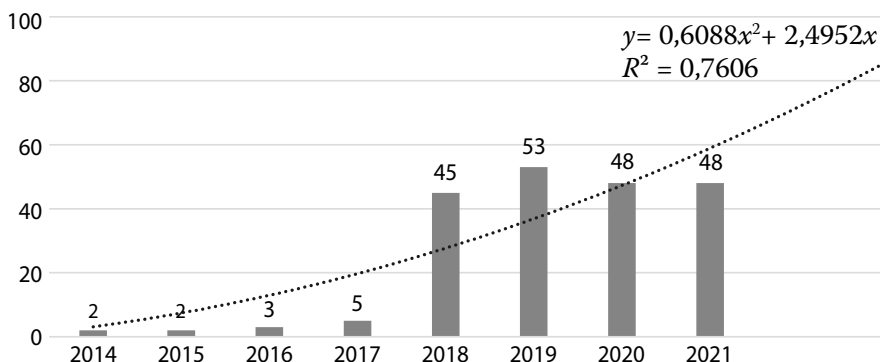


Рис. 26.1. Динаміка складання нефінансових звітів досліджуваних державних підприємств протягом 2014–2021 рр., од.

Побудовано за даними нефінансової звітності державних підприємств (додаток 26.1).

Проведемо компаративний аналіз звітності досліджуваних підприємств із вимогами стандартів ЄСЗС Єврокомісії в розрізі екологічних, соціальних показників і показників управління.

На рис. 26.2 відображено відповідність звітності досліджуваних підприємств за 2021 р. положенням стандартів ЄСЗС.

¹ Про затвердження Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління : наказ Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0982201-18#Text>.

² Про внесення змін до Закону України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” : Закон України від 19.07.2022 № 2435-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2435-20#Text>.

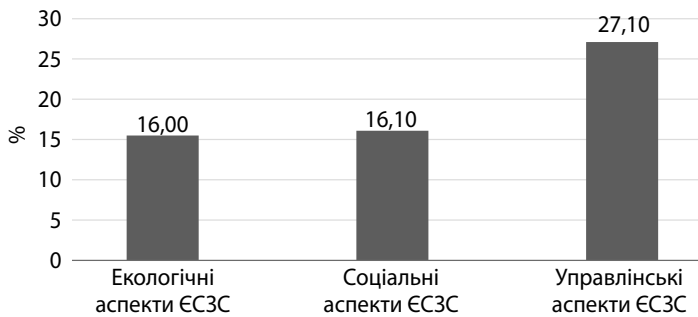


Рис. 26.2. Ступінь відповідності звітності досліджуваних державних підприємств вимогам стандартів ЄСЗС, %

Побудовано авторами.

Оцінка змісту звітів про управління (нефінансових звітів) державних підприємств в Україні в частині розкриття інформації про навколишнє середовище показала, що найвищий ступінь відповідності звітних даних (21,36 %) стосується зміни клімату, а найнижчий (4,72 %) – використання ресурсів та циклічної економіки (рис. 26.3, табл. 26.3).



Рис. 26.3. Ступінь відповідності звітності досліджуваних державних підприємств вимогам стандартів ЄСЗС екологічного спрямування, %

Побудовано авторами.

Оцінка змісту звітів про управління (нефінансових звітів) державних підприємств в Україні за 2021 р. у частині розкриття інформації про соціальні аспекти діяльності показала, що найвищий ступінь відповідності звітних даних (20,30 %) стосується власної робочої сили, а найнижчий (0 %) – працівників у ланцюгу створення вартості (рис. 26.4, табл. 26.4).

Ступінь розкриття досліджуваними підприємствами інформації з питань управління та політики боротьби з корупцією є доволі високим та становить 27,14 % (додаток 26.2).

Підсумовуючи, можна зазначити, що вітчизняні підприємства впродовж досліджуваного періоду не розкривали достатньою мірою інформацію щодо сталого розвитку та впливу пандемії COVID-19 на їхню діяльність.

Таблиця 26.3
Оцінка змісту звітів про управління (нефінансових звітів) державних підприємств в Україні в частині розкриття інформації про навколишнє середовище відповідно до стандартів ЄСЗС екологічного спрямування

Показник, описова інформація	Підприємство																				Середнє значення за показником
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
ЄСЗС Е1 "Зміна клімату"																					
Вимога до розкриття Е1-1: План переходу для пом'якшення зміни клімату	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	0
Вимога до розкриття інформації Е1-2: Політика, пов'язана з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією до нього	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	0,4
Вимога до розкриття Е1-3: Дії та ресурси щодо політики щодо зміни клімату																					0,4
1. Досягнуті та очікувані скорочення викидів парникових газів (ПГ) (натуральні вимірники)	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,3
2. Сума витрат, пов'язаних зі зменшенням викидів парникових газів	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,3
Вимога до розкриття Е1-4: Цілі, пов'язані з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,05

Продовження табл. 26.3

Показник, описова інформація	Підприємство																Середнє значення за показником				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		17	18	19	20
Вимога до розкриття E1-5: Споживання енергії	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,05
Вимога до розкриття E1-6: Валові викиди парникових газів (сфера 1, 2, 3) та загальні викиди парникових газів (GHG)	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації E1-7: Проекти з видалення та зменшення викидів парникових газів, що фінансуються за рахунок вуглецевих кредитів	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,3
Вимога до розкриття E1-8: Внутрішнє ціноутворення на вуглець: опис системи внутрішнього ціноутворення на викиди вуглецю	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,3
Вимога до розкриття інформації E1-9: Потенційні фінансові наслідки від матеріальних фізичних ризиків і ризиків переходу та потенційних можливостей, пов'язаних із кліматом	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25

Продовження табл. 26.3

Показник, описова інформація	Підприємство																				Середнє значення за показником
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
ЕСЗС Е2 "Забруднення"																					0,3
Вимога до розкриття інформації Е2-1: Політика щодо забруднення (описова інформація)	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Вимога до розкриття інформації Е2-2: Дії та ресурси, пов'язані із забрудненням (описова інформація)	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Вимога до розкриття інформації Е2-3: Цілі, пов'язані із забрудненням (описова інформація)																					
Вимога до розкриття інформації Е2-4: Забруднення повітря, води та ґрунту	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,2
Вимога до розкриття інформації Е2-5: Речовини, що викликають занепокоєння, та речовини, що викликають дуже велике занепокоєння (описова інформація)	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,2
Вимога до розкриття інформації Е2-6: Потенційні фінансові наслідки, пов'язані із забрудненням впливів, ризиків та																					

Продовження табл. 26.3

Показник, описова інформація	Підприємство																				Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20		
можливостей, пов'язаних із забрудненням	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,2	
ЄСЗС Е3 "Водні та морські ресурси"																						0
Вимога до розкриття інформації Е3-1: Політика щодо водних та морських ресурсів	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації Е3-2: Дії та ресурси, пов'язані з водними та морськими ресурсами	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації Е3-3: Цілі, пов'язані з водними та морськими ресурсами	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації Е3-4: Споживання води	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації Е3-5: Потенційні фінансові наслідки впливів, ризиків та можливостей, пов'язаних із водними та морськими ресурсами	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ЄСЗС Е4 "Біорізноманіття та екосистеми"																						0
Вимога до розкриття інформації Е4-1: Перехід																						

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 26.3

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
ний план щодо біорізноманіття та екосистем	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,25
Вимога до розкриття інформації E4-2: Політики, пов'язані з біорізноманіттям та екосистемами	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Вимога до розкриття інформації E4-3: Дії та ресурси, пов'язані з біорізноманіттям та екосистемами	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Вимога до розкриття інформації E4-4: Цілі, пов'язані з біорізноманіттям та екосистемами	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0
Вимога до розкриття інформації E4-5: Показники впливу на біорізноманіття та зміни екосистем	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,4
Вимога до розкриття інформації E4-6: Потенційні фінансові наслідки впливів, ризиків і можливостей, пов'язаних із біорізноманіттям та екосистемами	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,4

Закінчення табл. 26.3

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
пов'язані з використанням ресурсів та циклічною економікою	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,05
Вимога до розкриття інформації E5-2: Дії та ресурси, пов'язані з використанням ресурсів і циклічною економікою	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,05
Вимога до розкриття E5-3: Цілі, пов'язані з використанням ресурсів та циклічною економікою	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації E5-4: Надходження ресурсів	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,3
Вимога до розкриття інформації E5-5: Відтік ресурсів	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	0,3
Вимога до розкриття інформації E5-6: Потенційні фінансові наслідки, ризики та можливості, пов'язані з використанням ресурсів і циклічною економікою	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25
Середнє значення за кожним підприємством:	0,05	0,50	0,00	0,26	0,08	0,03	0,21	0,16	0,00	0,00	0,05	0,50	0,00	0,05	0,50	0,00	0,05	0,50	0,00	0,05	0,05

Розраховано та складено авторами.

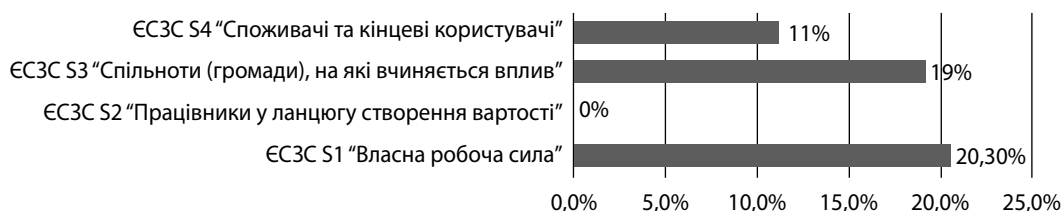


Рис. 26.4. Ступінь відповідності звітності досліджуваних державних підприємств вимогам стандартів ЄСЗС соціального спрямування, %

Побудовано авторами.

26.3. Методологічні засади оцінки якості нефінансової звітності підприємств

У контексті розвитку концепції якості нефінансової звітності та її відображення в нормативних документах різного рівня зауважимо, що, попри глобальний рівень її поширення, на сьогодні не сформульовано чіткого розуміння дефініції якості нефінансової звітності як підґрунтя побудови системи її оцінки.

Потреба в дослідженні сутності якості нефінансової звітності зумовлена, з економічної точки зору, низкою таких чинників: звітність підприємств слугує надійним джерелом інформації для прийняття управлінських рішень, зокрема щодо надання державної фінансової допомоги на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб; високоякісна й порівнянна звітність суб'єктів державного та приватного секторів відіграє важливу роль у виконанні Порядку денного 2030¹; якісна нефінансова звітність, у т. ч. звітність зі сталого розвитку, слугує основою для довгострокового інвестування та залучення прямих іноземних інвестицій в економіку країн. Наведена теза обумовлена тим, що рішення про фінансування довгострокових інвестиційних проєктів повинне базуватися на надійних даних, тобто інвестори мають довіряти інформації, яку отримують (Кучерява, 2019)². Окрім наведених чинників, слід відзначити ключову роль даних нефінансової звітності у формуванні інформаційного забезпечення моніторингу досягнення ЦСР і моніторингу наслідків впливу COVID-19 та інших надзвичайних подій на економічну, соціальну, екологічну й інституціональну складові діяльності підприємств.

Для того щоб оцінити відповідність підходів до визначення якості нефінансової звітності, яка задекларована в міжнародних і національних документах, у т. ч. для фінансової звітності, проведемо ґносеологічний аналіз поняття "якість". Незважаючи на доволі широке вживання поняття "якість нефінансової звітності" як вітчизняними, так і зарубіжними дослідниками, воно й досі остаточно не сформульовано. Брак єдиного визначення цього поняття в міжнародних та національних норматив-

¹ Rebeca Grynspan. Official website. 2021. URL: https://twitter.com/UNCTAD_ISAR/status/1458079433294852108?s=20.

² Official website / IOSCO. 2021. URL: https://twitter.com/UNCTAD_ISAR/status/1458086999081070600?s=20.

Таблиця 26.4

Оцінка змісту звітів про управління (нефінансових звітів) державних підприємств в Україні
в частині розкриття інформації про соціальне середовище відповідно до стандартів ЄСЗС соціального спрямування

Показник, описова інформація	Підприємство																				Середнє значення за показником
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
ЄСЗС S1 "Власна робоча сила"																					
Вимога до розкриття інформації S1-1: Політика щодо власної робочої сили	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Вимога до розкриття інформації S1-2: Процеси взаємодії з власними працівниками та представниками працівників щодо впливів	0	1	0	1	0	1	1	0	1	1	1	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0,6
Вимога до розкриття інформації S1-3: Процеси усунення негативних впливів та канали, за допомогою яких працівники можуть висловлювати занепокоєння	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0,3
Вимога до розкриття інформації S1-4: Вжиття заходів щодо істотних впливів на власну робочу силу та підходи до зниження суттєвих ризиків і реалізації суттєвих можливостей, пов'язаних із власною робочою силою, а також ефективність цих заходів	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0,3
Вимога до розкриття інформації S1-5: Цілі, пов'язані з управлінням істотними негативними впливами, про-																					

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
суванням позитивних впливів та управлінням суттєвими ризиками й можливостями	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0,15
Вимога до розкриття інформації S1-6: Характеристики працівників організації:																					0
загальна чисельність працівників із розбиттям за статтю та країною резидентства	1	1	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	0	1	0	0,75
коефіцієнт плинності	1	1	0	0	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0,35
Вимога до розкриття інформації S1-7: Характеристики працівників, які не є співробітниками організації:																					0
загальна чисельність позаштатних працівників	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації S1-8: Охоплення колективними договорами та соціальний діалог:																					0
відсоток працівників, охоплених колективними договорами	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0,1
Вимога до розкриття інформації S1-9: Показники різноманітності:																					0
1) розподіл працівників за статтю (у т. ч. з урахуванням вищого керівництва); розподіл працівників за віковими																					

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
групами: до 30 років, 30–50 років; понад 50 років	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0,65
Вимога до розкриття інформації S1-10: Належна оплата праці	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0,55
Вимога до розкриття інформації S1-11: Соціальний захист:																					0
відсоток штатних працівників, охоплених соціальними програмами (від держави, від підприємства)	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0,1
Вимога до розкриття інформації S1-12: Особи з інвалідністю:																					0
1) відсоток осіб з інвалідністю серед штатних працівників підприємства	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0,1
Вимога до розкриття інформації S1-13: Показники навчання та розвитку навичок:																					0
1) відсоток працівників, які брали участь у регулярних оцінюваннях результатів діяльності та розвитку кар'єри; така інформація повинна бути розбита за категоріями працівників і за статтю	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації S1-14: Показники охорони здоров'я та безпеки:																					0

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
1) відсоток власних працівників, на яких поширюється система управління охороною здоров'я та безпекою праці підприємства	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0,1
кількість смертельних випадків унаслідок виробничих травм і пов'язаних із роботою захворювань	0	1	0	1	1	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	1	0	1	0	0,45
2) кількість та рівень нещасних випадків, пов'язаних із роботою, що підлягають реєстрації	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	0	1	0	0,45
кількість зареєстрованих випадків погіршення стану здоров'я, пов'язаного з роботою	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0,35
кількість днів, втрачених через пов'язані з роботою травми	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
кількість смертельних випадків унаслідок нещасних випадків на роботі, пов'язаних із роботою захворювань і смертельних випадків унаслідок поганого стану здоров'я	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0,3
Вимога до розкриття інформації S1-15: Показники балансу між роботою та особистим життям:																					0
1) відсоток працівників, які мають право на відпустку за сімейними обставинами	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																		Середнє значення за показником		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		19	20
Вимога до розкриття інформації S1-16: Показники компенсації (розрив в оплаті праці та загальна компенсація):																					0
1) розрив в оплаті праці чоловіків і жінок, що визначається як різниця між середньою валовою погодинною заробітною платою найманих працівників-чоловіків і найманих працівників-жінок, виражена у відсотках від середньої валової погодинної заробітної плати найманих працівників-чоловіків	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації S1-17: Інциденти, скарги та серйозний вплив на права людини й інциденти	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0,1
ЄСЗС S2 "Працівники в ланцюгу створення вартості"																					
0																					
Вимога до розкриття інформації S2-1: Політика щодо працівників ланцюга створення вартості																					
Вимога до розкриття інформації S2-2: Процеси взаємодії з працівниками ланцюга створення вартості щодо впливів	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація		Підприємство																		Середнє значення за показником		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		19	20
Вимога до розкриття інформації S2-3: Процеси усунення негативних впливів та каналів, за допомогою яких працівники ланцюга створення вартості можуть висловлювати занепокоєння		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації S2-4: Вжиття заходів щодо істотних впливів на працівників ланцюга створення вартості, підходи до зниження суттєвих ризиків та використання суттєвих можливостей, пов'язаних із працівниками ланцюга створення вартості, а також ефективність цих заходів		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації S2-5: Цілі, пов'язані з управлінням істотними негативними впливами, просуванням позитивних впливів, а також управління суттєвими ризиками та можливостями		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
		ЄСЗС S3 "Спільноти (громади), на які чиниться вплив"																		0		
Вимога до розкриття інформації S3-1: Політика щодо громад, які зазнають впливу		0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0,35
Вимога до розкриття інформації S3-2: Процеси взаємодії																						

Продовження табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																				Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20		
із зачепленими громадами щодо впливів	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0,35	
Вимога до розкриття інформації S3-3: Процеси усунення негативних впливів та канали, за допомогою яких громади, що зазнали впливу, можуть висловлювати свої занепокоєння	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0,25	
Вимога до розкриття інформації S3-4: Вжиття заходів щодо істотних впливів на громади, які зазнали впливу, та підходи до зменшення суттєвих ризиків і використання суттєвих можливостей, пов'язаних із громадами, що зазнали впливу, а також ефективність цих заходів	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Вимога до розкриття інформації S3-5: Цілі, пов'язані з управлінням істотними негативними впливами, просуванням позитивних впливів та управлінням суттєвими ризиками й можливостями	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ЄСЗС S4 "Споживачі та кінцеві користувачі"																						0
Вимога до розкриття інформації S4-1: Політика щодо споживачів та кінцевих користувачів	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0,3	

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 26.4

Показник, описова інформація	Підприємство																			Середнє значення за показником	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		20
Вимога до розкриття інформації S4-2: Процеси взаємодії зі споживачами та кінцевими користувачами щодо впливів	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0,1
Вимога до розкриття інформації S4-3: Процеси усунення негативних впливів та канали, за допомогою яких споживачі й кінцеві користувачі можуть висловлювати занепокоєння	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0,15
Вимога до розкриття інформації S4-4: Вжиття заходів щодо істотних впливів на споживачів та кінцевих споживачів, а також підходи до зниження суттєвих ризиків і використання суттєвих можливостей, пов'язаних зі споживачами та кінцевими споживачами, й ефективність цих заходів	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Вимога до розкриття інформації S4-5: Цілі, пов'язані з управлінням істотними негативними впливами, просуванням позитивних впливів та управлінням істотними позитивними впливами позитивних впливів, а також з управління істотними ризиками та можливостями	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Середнє значення	0,10	0,33	0,02	0,27	0,12	0,16	0,27	0,08	0,06	0,14	0,33	0,02	0,27	0,12	0,16	0,27	0,08	0,06	0,33	0,02	

Розраховано та складено авторами.

них документах спричиняє проблеми, пов'язані з методологією й розробленням організаційно-методичного забезпечення проведення оцінки якості нефінансової звітності. З метою уточнення та доопрацювання її формулювання звернемося до тлумачення дефініції “якість”, і після аналізу його загального розуміння розглянемо основні поняття, що становлять предмет цього дослідження, такі як «якість нефінансової звітності» та «оцінка якості нефінансової звітності» (Кучерява, 2019). Змістове наповнення поняття “якість” залежить від об'єкта, щодо котрого ця категорія застосовується, оскільки якість – це ступінь вартості, цінності, придатності певного явища або предмета для його використання за призначенням (табл. 26.5).

Спираючись на трактування поняття “якість”, наведені в табл. 26.5, можемо зробити висновок про те, що якість є засобом порівняння та співвідношення речей усередині однієї групи. У цьому контексті оцінка якості має особливе значення, оскільки об'єкт набуває, крім первинних характеристик (тих, що його ідентифікують), додаткових, тобто тих, які дають змогу виокремити досліджуваний об'єкт се-

Таблиця 26.5

Визначення поняття “якість” у різних джерелах

Джерело	Визначення
ДСТУ ISO 9000:2007 “Основні положення та словник термінів”	Ступінь, до якого сукупність власних характеристик задовольняє вимоги
Словник української мови (Академічний тлумачний словник (1970–1980))	1. Ступінь вартості, цінності, придатності чого-небудь для його використання за призначенням. 2. Та чи інша характерна ознака, властивість, риса кого-, чого-небудь
Філософський словник	Філософська категорія, що широко застосовується у побутовій мові, позначає ті властивості речі, які створюють поняття даної речі та відрізняють її від інших речей, що відносяться до цього поняття
Економічний словник термінів	Сукупність властивостей, ознак продукції, товарів, послуг, робіт, праці, що зумовлюють їхню здатність задовольняти потреби та запити людей, відповідати своєму призначенню та вимогам. Якість визначається мірою відповідності товарів, робіт, послуг умовам та вимогам стандартів, договорів, контрактів, запитів споживачів. Прийнято розрізняти якість продукції, робіт, праці, матеріалів, товарів, послуг
Словник будівельної термінології	Сукупність властивостей та характеристик продукції або послуги, які надають їм властивість задовольняти обумовлені потреби
Енциклопедичний словник Брокгауза Ф. А. та Ефрона І. А.	Одна з найважливіших категорій, що виражає умову розуміння предмета
Тлумачний словник Ожегова С. І.	Та чи інша властивість, ознака, що визначає гідність чого-небудь
Словник Merriam-Вебстер (Merriam-Webster Dictionary)	Своєрідний та суттєвий характер; властива тому чи іншому предмету особливість
Словники English Oxford Living (English Oxford Living Dictionaries)	Стандарт чого-небудь, що вимірюється відносно інших речей подібного роду; ступінь досконалості чого-небудь

Джерело: (Кучерява, 2019).

ред інших усередині однієї групи. Відсутність додаткових характеристик об'єкта в цьому випадку не призводить до того, що він перестає бути тим, чим є. Якість із позицій гносеології є властивістю або сукупністю властивостей, що визначають виняткову цінність об'єкта.

Результатом гносеологічного аналізу категорії “якість” стало її усвідомлення як сукупності властивостей об'єкта, що, з одного боку, ідентифікують його, а з другого – дають змогу провести порівняння з іншими об'єктами. Звернення до словникових дефініцій якості показало, що вони здебільшого визначають її як певну властивість або сукупність властивостей. При цьому властивість – це те, що притаманне предмету та надає йому характеристику, проте не характеризує його відношення до деяких інших об'єктів.

Сучасні дослідження науковців у сфері якості нефінансової звітності присвячено таким аспектам:

- організаційно-методичні аспекти забезпечення якості звітності про сталий розвиток (Correa-Garcia, Garcia-Benau, & Garcia-Mesa, 2020; Mion, & Loza Adaui, 2019; Орлов, 2023; Земляк, 2020; Ковальчук, & Зінькова, 2021; Тарасова, 2020; Захаров, 2023) та ін.);
- методичне забезпечення оцінки якості звітності про сталий розвиток (Boiral, Heras-Saizarbitoria, & Brotherton, 2019; Torelli, Balluchi, & Furlotti, 2019 та ін.).

Дослідження понятійно-категоріального апарату у сфері оцінки якості фінансової й нефінансової звітності виявило недостатнє висвітлення в науковій літературі теоретичних засад його формування; більшість публікацій спрямовані на методичні аспекти оцінювання. Разом із тим бібліографічний аналіз наукової літератури дає підстави сформулювати такі висновки щодо якості нефінансової звітності (звітності про сталий розвиток): за сутністю якість нефінансової звітності є відповідністю інформації, яка в ній міститься, переліку якісних характеристик, вимог, критеріїв, принципів, встановлюваних користувачами; оцінка якості нефінансової звітності передбачає створення системи критеріїв і показників, що відображають дотримання якісних характеристик.

Отже, *якість нефінансової звітності* – це комплексна (сукупна) властивість фінансових та нефінансових даних звітності, що характеризується відповідністю інформації переліку критеріїв. Формулювання вказаної дефініції спрямоване на усунення неоднозначності трактування поняття якості нефінансової звітності, а також дає змогу побудувати алгоритм проведення її оцінки. Застосування гносеологічного підходу до дослідження сутності якості нефінансової звітності дало змогу встановити вихідну точку у формуванні методології її оцінки шляхом встановлення відповідності певним якісним характеристикам. Основним методологічним завданням у цьому контексті є визначення вимірників вказаної відповідності (Кучерява, 2019).

Обрання типу вимірників (кількісних чи якісних) та методу їх оцінювання потребує окремого дослідження, на основі прагматичного підходу. При цьому нефінансова звітність розглядається як результат певної впорядкованої діяльності

– бухгалтерського обліку та його взаємодії з іншими підрозділами підприємства (Кучерява, 2019).

Оцінка якості об'єктів як результатів цілеспрямованої діяльності людини, наприклад виробництва, за допомогою кількісних і якісних методів є предметом кваліметрії (науки про вимірювання якості). Її основне завдання полягає в розробленні й науковому обґрунтуванні принципів, класифікацій, загальних і специфічних методів оцінки якості. Понятійно-категоріальний апарат кваліметрії містить визначення показника якості як певної (кількісної або якісної) характеристики властивостей продукції (результату діяльності). Надане визначення покладено в основу методологічних принципів оцінки якості в кваліметрії, до яких належать: якість як ієрархічна сукупність властивостей; надання численних характеристик властивостям, що визначають якість; визначення базових показників якості (розроблення шкали оцінювання); трансформація абсолютних властивостей в одну загальну шкалу; визначення кожної властивості двома числовими параметрами: відносним показником і ваговим коефіцієнтом; сума вагових коефіцієнтів властивостей як постійна величина (Азгальдов, & Райхман, 1973, с. 31–40; Кучерява, 2019).

Повертаючись до принципів кваліметрії, зауважимо, що проведення оцінки ґрунтується на встановленні якісних характеристик об'єкта оцінювання (принципів). Такими характеристиками виступають ті, які наразі є найбільш поширеними серед настанов міжнародних організацій.

Уперше принципи, на котрих ґрунтується нефінансова звітність, було визначено в Глобальному договорі ООН. Компанії – учасниці цього договору на добровільних засадах зобов'язуються дотримуватися десяти основоположних принципів, згрупованих за чотирма напрямками: права людини, трудові відносини, довкілля, протидія корупції. Принципи Глобального договору ООН покладено в основу багатьох міжнародних рамкових підходів, які також спрямовані на поширення принципів соціальної відповідальності бізнесу, а саме: Керівних принципів підприємницької діяльності в аспекті прав людини (Guiding Principles on Business and Human Rights); Глобальної ініціативи зі звітування (Global Reporting Initiative); Керівних принципів ОЕСР для багатонаціональних підприємств (Organization for Economic Cooperation and Development Guidelines for Multinational Enterprises).

Якісні характеристики фінансової інформації, пов'язаної зі сталим розвитком, також визначено в додатку D до стандарту МСФЗ С1 (рис. 26.5).

Враховуючи євроінтеграційний вектор розвитку України, подальше дослідження спирається на перелік якісних характеристик звітності підприємств про сталий розвиток, визначених стандартом ЄСРС 1 “Загальні вимоги” (рис. 26.6).

Існування об'єктивних якісних характеристик інформації зумовлює пошук методів і порядку їх вимірювання. Виокремлюють дві основні групи методів дослідження: кількісні та якісні. При вивченні економічних процесів або явищ доцільно поєднати кількісні методи з якісним аналізом. Застосування діалектичного підходу до аналізу кількісних і якісних характеристик показує, що під час дослідження будь-яких явищ чи процесів однаковою мірою можуть використовуватись як

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

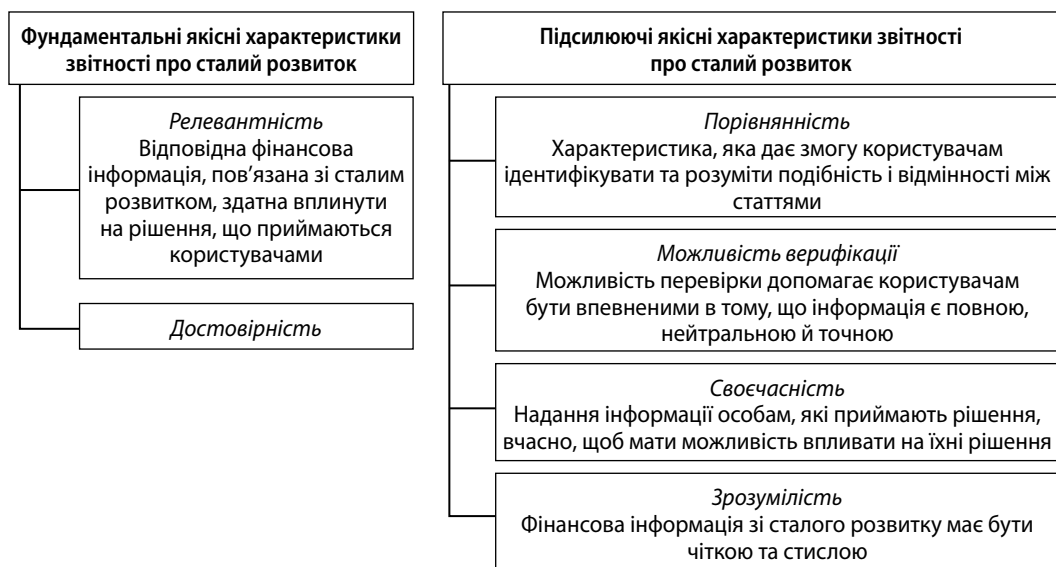


Рис. 26.5. Якісні характеристики звітності підприємств про сталий розвиток відповідно до МСФЗ С1

Джерело: .IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. URL: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf?bypass=on>.

кількісні, так і якісні методи. Це пов'язано з тим, що кожний із них обґрунтовує й демонструє особливості досліджуваного об'єкта з різних боків. Наприклад, для фінансової звітності при проведенні її аудиту однаково важливими є ідентифікація ризиків, пов'язаних з її складанням, та аналіз істотних кількісних змін у статтях звітності. Кількісні методи характеризуються тим, що роблять наголос на об'єк-

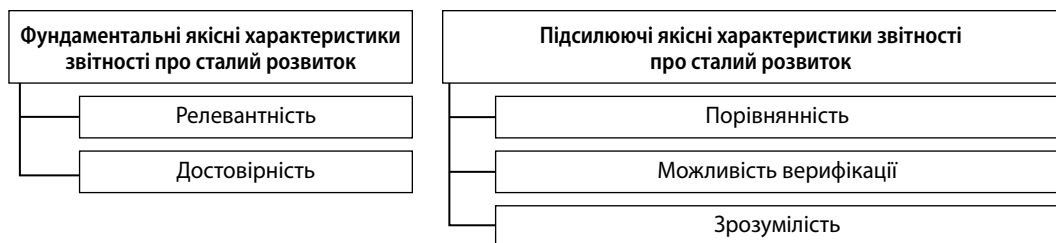


Рис. 26.6. Якісні характеристики звітності підприємств про сталий розвиток відповідно до Європейських стандартів звітності зі сталого розвитку

Джерело: Draft ESRS 1 General requirements / EFRAG. 2022. URL: <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F06%2520Draft%2520ESRS%25201%2520General%2520requirements%2520November%25202022.pdf>.

тивному вимірі шляхом статистичного, математичного або числового аналізу даних, зібраних за допомогою анкетування, опитування чи обробки відомих даних із використанням розрахункових методів. Основним завданням кількісного дослідження об'єктів або явищ є їх пояснення через інтерпретацію об'єктивної числової інформації (Babbie, 2010).

Отримані результати дають змогу використовувати як кількісні, так і якісні методи для вимірювання відповідності кожній окремій якійсній характеристиці, а бінарна шкала оцінювання допоможе встановити загальний рівень якості нефінансової звітності (у в. п., %). Застосування цієї шкали, зумовлене кваліметричним підходом до складання методології оцінки якості нефінансової звітності, передбачає, що базове (еталонне) значення дотримання кожної окремої характеристики становить одиницю. Це в цілому узгоджується з положенням кваліметрії щодо кількісної оцінки як відношення показника якості досліджуваного об'єкта до показника якості об'єкта, що є еталоном. Еталоном у цьому дослідженні виступає відповідність якісним характеристикам, що за умов використання бінарної оцінки дорівнює одиниці.

Результатом оцінки якості нефінансової звітності є кількісний показник, що пояснює сукупне дотримання якісних характеристик та відображає синергійний ефект додержання всіх встановлених характеристик нефінансової звітності, які підлягають оцінці. Імовірно, при застосуванні методу операціоналізації частину якісних характеристик, виходячи з позицій прагматичної цінності, просто нецільово вимірювати за допомогою запропонованої схеми.

З урахуванням викладеного під оцінкою якості нефінансової звітності розуміємо процес встановлення відповідності даних звітності встановленому переліку якісних характеристик, до яких належать: релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість. Оцінювання відбуватиметься на основі критеріїв, що визначають відповідність наведеним якісним характеристикам.

26.4. Наукове обґрунтування методики оцінки якості нефінансової звітності в частині розкриття інформації про вплив невизначеності на діяльність підприємств

У сучасному суспільстві інформація виступає стратегічним ресурсом на усіх рівнях – від індивідуального до світового. Саме тому продукування підприємствами інформації про їхній внесок у сталий розвиток є не лише вимогою часу, а й засобом досягнення цілей діяльності, інструментом залучення інвестиційних ресурсів, важелем впливу на стейкхолдерів тощо. Разом із тим інформація, яка міститься в нефінансових звітах підприємств або оприлюднюється на їхніх інтернет-ресурсах, не завжди є корисною та якісною, тобто актуальною, цілеспрямованою, достовірною, економічною, зручною у використанні й досить повною, щоб відображати дії суб'єктів господарювання щодо їхніх найістотніших досягнень, що є загальноприйнятою практикою в зарубіжних країнах і в Україні. Крім того, фінансова та нефінансова інформація, котра наводиться у нефінансовій звітності, повинна бути дохід-

ливою й зрозумілою її користувачам за умови, що вони мають достатні знання та зацікавлені в її сприйнятті (Кучерява, 2019)¹. Відсутність уніфікованого підходу до змісту нефінансової звітності призводить до непорівнянності, асиметрії, неможливості агрегування статистичної інформації не тільки всередині однієї країни, а й між державами, політичними та економічними союзами, географічними регіонами й на глобальному рівні (Єфименко та ін., 2021; Кучерява, 2019).

Таким чином, *метою оцінювання якості нефінансової звітності є:*

- встановлення відповідності нефінансової інформації переліку критеріїв;
- допомога підприємствам, які згідно із законодавством складають звіт про управління (звіт про сталий розвиток);
- надання користувачам достовірної інформації про резиліентність діяльності підприємства;
- сприяння інтеграції у звітний цикл підприємств концепції сталого розвитку, визначеної Порядком денним ООН 2030 (Додаток 26.3).

Процес організації оцінки якості нефінансової звітності повинен базуватися на таких принципах: об'єктивність оцінки якості звітності, тобто спрямованість на те, щоб зрозуміти діяльність підприємства: якою вона була, є чи може бути; цей принцип є одним з основних принципів контролю; відкритість і прозорість отримання даних²; урахування перспектив розвитку підприємства; урахування специфіки (постійний аналіз та поліпшення процедури оцінювання якості нефінансової звітності підприємств, у т. ч. удосконалення системи критеріїв і показників).

Методика оцінки якості нефінансової інформації слугує інструментом встановлення її відповідності якісним характеристикам. Як і підходи до визначення показників досягнення ЦСР, так і критерії оцінки відповідності якісним характеристикам залежать від “складності та багатогранності процесів, які потрібно виміряти, аби відобразити їх реалізацію і розв’язання поставлених у їхньому контексті завдань” (Єфименко та ін., 2021).

Перейдемо до розгляду розробленої на основі попередньо проведеного дослідження Методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб (далі – Методика).

Методика орієнтована на надання настанов щодо порядку проведення оцінки якості нефінансової звітності та особливостей її організації. Структуру Методики наведено на рис. 26.7.

Порядок оцінки якості нефінансової звітності, відображений у Методиці, базується на принципах розкриття даних і постулатах кваліметрії, досліджених та

¹ Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” : наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73 (у редакції від 23.07.2019). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13#Text>.

² Practical Implementation of Core Indicators for Sustainable Development Reporting / UNCTAD. 2021. Vol. 1. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diaeed2020d2vol1_en.pdf; Practical Implementation of Core Indicators for Sustainable Development Reporting. 2021 / UNCTAD. Vol. 2. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diaeed2020d2vol2_en.pdf.

I. Загальні положення (мета оцінки якості нефінансової звітності, нормативно-правове забезпечення, понятійно-термінологічний апарат)
II. Порядок оцінки якості нефінансової звітності
III. Організація оцінки якості нефінансової звітності на підприємстві

Рис. 26.7. Структура Методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб¹

Побудовано авторами.

сформульованих попередньо. В основу системи оцінювання якості нефінансової звітності покладено бінарну шкалу оцінювання “1/0”. Загальне середнє значення, що враховує отримані оцінки за кожним критерієм (релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість), визначатиме рівень відповідності й дотримання вимог до якісної нефінансової звітності. Відповідність фактичного стану дотримання якісних характеристик нефінансової інформації оцінюється в 1 бал, невідповідність – 0 балів.

У Методичі визначено шість груп критеріїв оцінки відповідності нефінансової звітності якісним характеристикам. Характеристики критеріїв наведено в табл. 26.6.

Таблиця 26.6

Критерії оцінки відповідності інформації, яка міститься у нефінансовій звітності, переліку якісних характеристик

Критерій	Сутність	Метод оцінки
<i>Релевантність</i>		
РК 1. Релевантність інформації	За цим критерієм оцінюється актуальність висвітлених даних, їх відповідність принципу “розкривай або пояснюй”, уникнення розмивання даних (приховування важливої інформації)	Експертна оцінка
<i>Порівнянність</i>		
ПК 1. Порівнянність інформації	За цим критерієм оцінюється можливість порівняння даних, які розкриваються підприємством у нефінансовому звіті, з минулими звітними періодами; послідовність застосування вимог до розкриття інформації або наявність відповідних роз’яснень щодо зміни принципів нефінансового звітування	Експертна оцінка
<i>Зрозумілість</i>		
ЗК 1. Зрозумілість інформації	Елементи нефінансової звітності розкриваються послідовно та з дотриманням загальноприйнятої термінології (відповідно до національного нормативно-правового забезпечення України, міжнародних настанов і рекомендацій)	Експертна оцінка

¹ Див. додаток 26.3.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 26.6

Критерій	Сутність	Метод оцінки
Орієнтованість на зацікавлених користувачів		
ОЗК 1. Критерії оцінки внеску підприємства в подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб	1. Внесок у забезпечення охорони навколишнього середовища в умовах надзвичайних ситуацій	Кількісна оцінка за показниками (додаток 26.3)
	2. Внесок у розвиток людського потенціалу в умовах надзвичайних ситуацій	
	3. Внесок у розвиток та підтримку місцевих громад в умовах надзвичайних ситуацій	
ОЗК 2. Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств	1. Скорочення обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій	
	2. Скорочення чисельності працівників унаслідок надзвичайних ситуацій	
Відповідність сталому розвитку		
СР 1. Критерії оцінки впливу підприємств на екологію	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: - політика, пов'язана з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією до нього; - цілі, пов'язані з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією; - споживання енергії; - викиди парникових газів (сфера 1, 2, 3); - політика щодо забруднення; - політика щодо водних і морських ресурсів; - політика щодо водних і морських ресурсів; - політика щодо біорізноманіття та екосистем	Експертна оцінка. Кількісні методи
СР 2. Критерії оцінки соціальної складової діяльності підприємств	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: - політика взаємодії з власним людським капіталом; - особливості соціального захисту на підприємстві; - навчання та розвиток персоналу; - охорона здоров'я та безпека; - показники різноманіття	
СР 3.Критерії оцінки управлінської складової діяльності підприємств	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: - політика у сфері боротьби з корупцією; - кількість випадків корупції	
Суттєвість		
СК 1. Суттєвість даних за економічною сферою	За цим критерієм оцінюються суттєвість розкриття даних у нефінансовій звітності відповідно до рівня суттєвості, встановленого для річної фінансової звітності згідно з п. 6 листа Міністерства фінансів України "Щодо суттєвості у бухгалтерському обліку та звітності" від 29.07.2003 № 04230-04108 (суттєвість окремих об'єктів обліку визначається як 5 % підсумку валюти балансу)	Експертна оцінка. Кількісні методи

Складено авторами.

Запропонована Методика спрямована на надання допомоги підприємствам при формуванні якісного інформаційного забезпечення для залучення додаткового фінансування, зокрема державної фінансової допомоги в умовах подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб. Саме тому організація такої оцінки покладається на службу внутрішнього аудиту.

Організаційний етап проведення оцінки якості нефінансової звітності включає такі елементи: визначення відповідальної особи; уточнення чинних (розроблення нових) організаційних регламентів функціонування служби внутрішнього аудиту на підприємстві (положення про службу внутрішнього аудиту, посадові інструкції працівників служби внутрішнього аудиту, програма внутрішнього аудиту, план реалізації аудиторських завдань, порядок формування та затвердження звітів із проведеного внутрішнього аудиту тощо); створення специфічних робочих документів внутрішнього аудитора. Основними процедурами ідентифікації елементів завдання з оцінки якості нефінансової звітності є: опитування, дослідження поточного стану галузі діяльності підприємства, перегляд внутрішніх організаційних регламентів діяльності підприємства у сфері ведення бухгалтерського обліку та складання звітності.

Висновки до розділу 26

В Україні у 2017 р. із метою приведення норм національного законодавства у відповідність із законодавством ЄС було запроваджено вимогу складання звіту про управління¹ та визначено порядок розкриття підприємствами в ньому фінансової й нефінансової інформації про їхню діяльність². У червні 2023 р. лідери країн – членів ЄС ухвалили рішення про надання Україні статусу кандидата на членство в ЄС. Тож уряд країни разом із бізнес-спільнотою повинен імплементувати законодавство ЄС у сфері розкриття підприємствами інформації щодо внеску в досягнення ЦСР. Водночас маємо наголосити на наявності проблем вказаного процесу, зокрема на тому, що корпоративна звітність у частині звіту про управління або звіту керівництва на державному рівні не розглядається як інформаційне джерело забезпечення національної системи моніторингу досягнення ЦСР. Через це в національному нормативному полі існує проблема понятійно-термінологічних розбіжностей, не приділяється увага формуванню механізму збору й узагальнення на державному рівні інформації про вплив діяльності підприємств на економіку, екологію та суспільство. Крім того, відсутня загальновизнана методологія оцінки якості такої звітності, котра може виступати в ролі інформаційного джерела обґрунтування надання державної підтримки, зокрема задля подолання наслідків пандемії COVID-19.

Звітність досліджуваних суб'єктів господарювання (державних підприємств) за 2021 р. у посткризовий період пандемії COVID-19 не містить достатньої інформа-

¹ Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16.07.1999 № 996-XIV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.

² Про затвердження Методичних рекомендацій зі складання звіту про управління : наказ Міністерства фінансів України від 07.12.2018 № 982. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0982201-18#Text>.

ції щодо сталого розвитку та протидії особливо небезпечним інфекційним хворобам. Компаративний аналіз звітів 20 державних підприємств за 2021 р. на предмет узгодженості з положеннями стандартів ЄСЗС, які є результатом багаторічної регуляторної роботи на теренах ЄС у сфері вдосконалення нефінансової звітності підприємств, показав, що середній ступінь відповідності становить 19,73 % (відповідність ЄСЗС екологічного спрямування – 16 %, соціального спрямування – 16,1 %, управлінського спрямування – 27,1 %).

У контексті розвитку концепції якості нефінансової звітності та її відображення в нормативних документах різного рівня зауважимо, що, попри глобальний рівень її поширення, на сьогодні не сформульовано чіткого розуміння дефініції якості нефінансової звітності як підґрунтя побудови системи її оцінки. Виконаний бібліографічний аналіз дав змогу сформулювати дефініцію “якість нефінансової звітності”: це комплексна (сукупна) властивість фінансових і нефінансових даних звітності, що характеризується відповідністю інформації переліку критеріїв. Під оцінкою якості нефінансової звітності розуміємо процес встановлення відповідності даних звітності визначеному переліку якісних характеристик, до котрих належать: релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість. Оцінку доцільно проводити на основі критеріїв, що визначають відповідність наведеним якісним характеристикам.

Відсутність уніфікованого підходу до розкриття інформації в нефінансовій звітності підприємств і належного організаційно-методичного інструментарію забезпечення якості даних призводить до інформаційної асиметрії та зниження ймовірності отримання підприємством державної фінансової допомоги. Це вимагає розбудови потужної системи внутрішнього аудиту в частині оцінювання якості нефінансової звітності (звітності про сталий розвиток). Задля розв’язання цих завдань у роботі запропоновано проект Методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб. Метою цього документа є надання настанов підприємствам щодо порядку проведення оцінки якості нефінансової звітності й особливостей її організації. Методика включає три розділи: “Загальні положення”, “Порядок оцінки якості нефінансової звітності”, “Організація оцінки якості нефінансової звітності на підприємстві”.

Додаток 26.1

**Динаміка складання та оприлюднення нефінансових звітів досліджуваними
державними підприємствами України у 2014–2021 рр.**

№ з/п	Назва підприємства		Складання нефінансової звітності							
			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	ДП "Шахтоуправління "Південнодонбаське № 1"	Підприємство 1	0	0	0	0	1	1	1	1
2	ДП "Вугільна компанія "Краснолиманська"	Підприємство 2	0	0	0	0	1	1	0	0
3	ДП "Торецьквугілля"	Підприємство 3	0	0	0	0	1	1	1	1
4	ПАТ "Лисичанськвугілля"	Підприємство 4	0	0	0	0	1	1	1	1
5	АК "Харківобленерго"	Підприємство 5	0	0	0	0	1	1	1	1
6	Державне спеціалізоване підприємство "Чорнобильська атомна електростанція"	Підприємство 6	0	0	0	0	0	1	0	0
7	ДП "Енергоринок"	Підприємство 7	0	0	0	0	1	1	1	1
8	ДП "НАЕК "Енергоатом"	Підприємство 8	0	0	1	1	1	1	1	1
9	ДП "Національна енергетична компанія "Укренерго"	Підприємство 9	1	1	1	1	1	1	1	1
10	ДП "Регіональні електричні мережі"	Підприємство 10	0	0	0	0	1	1	0	0
11	ПАТ "Запоріжжяобленерго"	Підприємство 11	0	0	0	0	0	1	1	1
12	ПАТ "Криворізька теплоцентраль"	Підприємство 12	0	0	0	0	1	1	1	1
13	ПАТ "Миколаївобленерго"	Підприємство 13	0	0	0	0	1	1	1	1
14	ПАТ "Хмельницькобленерго"	Підприємство 14	0	0	0	0	1	1	1	1
15	ПАТ "Центренерго"	Підприємство 15	0	0	0	0	1	1	1	1
16	ПрАТ "Дніпровська теплоелектроцентраль"	Підприємство 16	0	0	0	0	1	1	1	1
17	ПрАТ "Укргідроенерго"	Підприємство 17	0	0	0	0	1	1	0	0
18	ПрАТ "Херсонська теплоелектроцентраль"	Підприємство 18	0	0	0	0	0	0	1	1
19	ДП "Виробниче об'єднання "Південний машинобудівний завод ім. О. М. Макарова"	Підприємство 19	0	0	0	0	0	1	1	1
20	ДП "Конструкторське бюро "Південне" імені М. К. Янгеля	Підприємство 20	0	0	0	0	1	1	1	1
21	ПАТ "Турбоатом"	Підприємство 21	0	0	0	0	1	1	1	1
22	ПАТ "Хартрон"	Підприємство 22	0	0	0	0	1	1	1	1
23	ПАТ "Національна акціонерна компанія "Надра України"	Підприємство 23	0	0	0	0	1	1	1	1
24	ПАТ "Національна акціонерна компанія "Нафтогаз України"	Підприємство 24	1	1	1	1	1	1	1	1
25	Бердянський МТП	Підприємство 25	0	0	0	0	0	1	1	1
26	Державне авіаційне підприємство "Україна"	Підприємство 26	0	0	0	0	1	1	0	0

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Продовження додатку 26.1

27	ДП "Український державний центр радіочастот"	Підприємство 27	0	0	0	0	1	1	1	1
28	Держгідрографія	Підприємство 28	0	0	0	0	0	1	0	0
29	ДП "Адміністрація морських портів України"	Підприємство 29	0	0	0	0	1	1	1	1
30	ДП "Міжнародний аеропорт "Львів" імені Данила Галицького"	Підприємство 30	0	0	0	0	1	0	0	0
31	ДП "Укراерорух"	Підприємство 31	0	0	0	0	1	1	1	1
32	ДП "Ізмаїльський морський торговельний порт"	Підприємство 32	0	0	0	0	0	0	1	1
33	ДП "Маріупольський морський торговельний порт"	Підприємство 33	0	0	0	0	0	1	1	1
34	ПАТ "Укрзалізниця"	Підприємство 34	0	0	0	1	1	1	1	1
35	ПАТ "Укрпошта"	Підприємство 35	0	0	0	0	1	1	1	1
36	ПАТ "Державна акціонерна компанія "Автомобільні дороги України"	Підприємство 36	0	0	0	0	1	1	1	1
37	ДП СМП "Ольвія"	Підприємство 37	0	0	0	0	0	1	1	1
38	ДП "МТП "Південний"	Підприємство 38	0	0	0	0	1	1	1	1
39	ДП "Артемсіль"	Підприємство 39	0	0	0	0	0	0	1	1
40	ПАТ "Аграрний фонд"	Підприємство 40	0	0	0	0	0	1	1	1
41	ПАТ "Державна продовольчо-зернова корпорація України"	Підприємство 41	0	0	0	0	0	1	1	1
42	ДП "Науково-виробниче об'єднання "Павлоградський хімічний завод"	Підприємство 42	0	0	0	0	1	1	1	1
43	ПАТ "Одеський припортовий завод"	Підприємство 43	0	0	0	0	1	1	1	1
44	Українське державне підприємство "Укрхімтрансміак"	Підприємство 44	0	0	0	0	1	1	1	1
45	АТ "Перший київський машинобудівний завод" (ПАТ "Науково-виробниче підприємство "Більшовик")	Підприємство 45	0	0	0	0	1	1	1	1
46	Державна іпотечна установа	Підприємство 46	0	0	0	0	1	1	1	1
47	Державне геофізичне підприємство "Укргеофізика"	Підприємство 47	0	0	0	0	1	1	1	1
48	ДП "Арена Львів"	Підприємство 48	0	0	0	0	1	1	1	1
49	ДП "Генеральна дирекція з обслуговування іноземних представництв"	Підприємство 49	0	0	0	0	1	1	1	1
50	ДП "Національний культурно-мистецький та музейний комплекс "Мистецький арсенал"	Підприємство 50	0	0	0	1	1	1	0	0
51	ДП "Національний спортивний комплекс "Олімпійський"	Підприємство 51	0	0	0	0	1	1	1	1
52	ДП "Санаторій "Конча-Заспа"	Підприємство 52	0	0	0	0	1	1	0	0

Закінчення додатку 26.1

53	ДП "Український інститут інтелектуальної власності"	Підприємство 53	0	0	0	0	1	1	1	1
54	ДП "Східний гірничо-збагачувальний комбінат"	Підприємство 54	0	0	0	0	1	1	1	1
55	ДПАТ "Будівельна компанія "Укрбуд"	Підприємство 55	0	0	0	0	1	1	1	1
56	ДПП "Кривбаспромводопостачання"	Підприємство 56	0	0	0	0	1	1	1	1
57	ПАТ "Національна суспільна телерадіокомпанія України"	Підприємство 57	0	0	0	0	1	1	1	1
РАЗОМ (кількість звітів)			2	2	3	5	45	53	48	48

Складено авторами.

Додаток 26.2

**Оцінка змісту звітів про управління (нефінансових звітів) державних підприємств
в Україні в частині розкриття інформації про управління
(відповідно до стандартів ЄСЗС управлінського спрямування)**

Показник, описова інформація	Підприємство 1	Підприємство 2	Підприємство 3	Підприємство 4	Підприємство 5	Підприємство 6	Підприємство 7	Підприємство 8	Підприємство 9	Підприємство 10	Підприємство 11	Підприємство 12	Підприємство 13	Підприємство 14	Підприємство 15	Підприємство 16	Підприємство 17	Підприємство 18	Підприємство 19	Підприємство 20	Середнє значення за показником
ЄСЗС G1 "Ведення бізнесу"																					
Вимога до розкриття інформації G1-1: Корпоративна культура та політика ділової поведінки	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	1	0	0,35
Вимога щодо розкриття інформації G1-2: Управління відносинами з постачальниками	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	1	0,5
Вимога щодо розкриття інформації G1-3: Запобігання та виявлення корупції та хабарництва	1	0	0	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0,6

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення додатку 26.1

Показник, описова інформація	Підприємство 1	Підприємство 2	Підприємство 3	Підприємство 4	Підприємство 5	Підприємство 6	Підприємство 7	Підприємство 8	Підприємство 9	Підприємство 10	Підприємство 11	Підприємство 12	Підприємство 13	Підприємство 14	Підприємство 15	Підприємство 16	Підприємство 17	Підприємство 18	Підприємство 19	Підприємство 20	Середнє значення за показником
Вимога щодо розкриття інформації G1-4: Підтверджені випадки корупції або хабарництва																					0
1. Кількість підтверджених випадків корупції протягом звітного періоду	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0,3
Вимога щодо розкриття інформації G1-5: Політичний вплив та лобістська діяльність	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0,15
Вимога щодо розкриття інформації G1-6: Платіжна практика	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Середнє значення	0,29	0,43	0	0,57	0,29	0,29	0,14	0	0,29	0,00	0,29	0,43	0,00	0,57	0,29	0,29	0,43	0	0,57	0,29	

Розраховано та складено авторами.

МЕТОДИКА

оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб

I. Загальні положення

1.1. Ця Методика рекомендується підприємствам для проведення оцінки якості нефінансової звітності (крім банків, бюджетних установ, мікропідприємств та малих підприємств) у рамках внутрішнього аудиту.

1.2. Метою оцінювання якості нефінансової звітності є:

- встановлення відповідності нефінансової інформації переліку якісних характеристик;
- допомога підприємствам, які відповідно до законодавства складають звіт про управління (звіт про сталий розвиток);
- надання користувачам достовірної інформації про резильєнтність діяльності підприємства;
- сприяння інтеграції у звітний цикл підприємств концепції сталого розвитку, визначеної Порядком денним ООН 2030.

1.3. Результати оцінки можуть відображатись у річному звіті підприємства, який розміщується підприємством разом із аудиторським висновком на офіційному вебсайті, та/або подаватися разом із документами для отримання державної фінансової допомоги.

1.4. У цій Методиці терміни вживаються в такому значенні:

- *якість нефінансової звітності* – комплексна (сукупна) властивість фінансових та нефінансових даних звітності, що характеризується відповідністю інформації переліку якісних характеристик;
- *оцінка якості нефінансової звітності* – процес встановлення відповідності даних звітності визначеному переліку якісних характеристик, до яких належать: релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість.

1.5. Інші терміни, що використовуються в цій Методиці, вживаються в значенні, наведеному в Законі України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” від 16.07.1999 № 996-XIV, національних положеннях (стандартах) бухгалтерського обліку та інших нормативно-правових актах.

II. Порядок оцінки якості нефінансової звітності

2.1. В основу системи оцінювання якості нефінансової звітності покладено бінарну шкалу оцінювання “1/0”.

2.2. Загальне середнє значення, що враховує отримані оцінки за кожним критерієм (релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість), визначатиме рівень від-

повідності та дотримання вимог до якісної нефінансової звітності. Відповідність фактичного стану дотримання якісних характеристик нефінансової інформації оцінюється в 1 бал, невідповідність – 0 балів.

2.3. Методикою визначено 6 груп критеріїв оцінки відповідності нефінансової звітності якісним характеристикам.

2.4. Показник якості нефінансової звітності розраховується за формулою:

$$I_{FRQ} = \sum_{i=1}^n a_i x_i, \quad (1)$$

де I_{FRQ} – показник якості нефінансової звітності підприємств; x_i – середнє значення за i -ю групою критеріїв; a_i – ваговий коефіцієнт i -ї групи критеріїв, що визначають ступінь їх внеску в показник; n – кількість груп критеріїв (для цілей цього дослідження кількість груп показників дорівнює 6).

2.5. У розгорнутому вигляді формула (1) набуває вигляду:

$$I_{FRQ} = 0,2x_1 + 0,2x_2 + 0,2x_3 + 0,2x_4 + 0,1x_5 + 0,1x_6, \quad (2)$$

де I_{FRQ} – показник якості нефінансової звітності; x_1 – середнє значення за групою критеріїв, що характеризують релевантність даних; x_2 – середнє значення за групою критеріїв порівнянності; x_3 – середнє значення за групою критеріїв зрозумілості; x_4 – середнє значення за групою критеріїв орієнтованості на зацікавлених користувачів; x_5 – середнє значення за групою критеріїв відповідності сталому розвитку; x_6 – середнє значення за групою критеріїв суттєвості.

Оцінка нефінансової звітності на предмет релевантності

2.6. Критерії оцінки нефінансової звітності на предмет релевантності наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Критерії оцінки нефінансової звітності на предмет релевантності

Критерій оцінювання	Сутність
РК 1. Релевантність інформації	За цим критерієм оцінюється актуальність висвітлених даних, їх відповідність принципу “розкривай або пояснюй”, уникнення розмивання даних (приховування важливої інформації)

Оцінка порівнянності інформації, що розкривається у нефінансовій звітності

2.7. Інформація про сталий розвиток є порівнянною, якщо її можна порівняти з інформацією, наданою компанією за попередні періоди, а також з інформацією, наданою іншими підприємствами, зокрема тими, які здійснюють подібну діяльність або діють у тій самій галузі. Критерії оцінки порівнянності інформації, що розкривається в нефінансовій звітності, наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Критерії оцінки порівнянності інформації, що розкривається в нефінансовій звітності

Критерій оцінювання	Сутність
ПК 1. Порівнянність інформації	За цим критерієм оцінюється можливість порівняння даних, які розкриваються підприємством у нефінансовому звіті, з минулими звітними періодами; послідовність застосування вимог до розкриття інформації або наявність відповідних роз'яснень щодо зміни принципів нефінансового звітування

Оцінка зрозумілості інформації, що розкривається в нефінансовій звітності

2.8. Критерії зрозумілості інформації, що розкривається в нефінансовій звітності, наведено в табл. 3.

Таблиця 3

Критерії зрозумілості інформації, що розкривається в нефінансовій звітності

Критерій оцінювання	Сутність
ЗК 1. Зрозумілість інформації	Елементи нефінансової звітності розкриваються послідовно та з дотриманням загальноприйнятої термінології (відповідно до національного нормативно-правового забезпечення України, міжнародних настанов і рекомендацій)

Оцінка інформації нефінансової звітності на предмет орієнтованості на зацікавлених користувачів

2.9. Ця група критеріїв спрямована на створення інформаційного забезпечення проведення оцінки допустимості державної допомоги за критерієм 9 частини 2 статті 6 Закону України № 1555-VII (табл. 4).

Таблиця 4

Критерії орієнтованості на зацікавлених користувачів

Група критеріїв ОЗК	Критерії	Показники
ОЗК 1. Критерії оцінки внеску підприємства в подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб	1. Внесок у забезпечення охорони навколишнього середовища в умовах надзвичайних ситуацій	1.1. Скорочення обсягів водокористування, тис. куб. м. 1.2. Скорочення обсягів небезпечних відходів, тис. т. 1.3. Скорочення викидів парникових газів, тис. т
	2. Внесок у розвиток людського потенціалу в умовах надзвичайних ситуацій	2.1. Витрати на оплату лікарняних, здійснених під час кризових явищ, тис. грн. 2.2. Витрати на створення безпечних умов праці за кризових явищ, тис. грн. 2.3. Витрати на благодійність, тис. грн. 2.4. Витрати на навчання працівників із питань охорони праці, тис. грн
	3. Внесок у розвиток та підтримку місцевих громад в умовах надзвичайних ситуацій	3.1. Частка місцевих закупівель, %

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Закінчення табл. 4

Група критеріїв ОЗК	Критерії	Показники
ОЗК 2. Критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств	1. Скорочення обсягів діяльності підприємства внаслідок надзвичайних ситуацій	1.1. Валова рентабельність діяльності підприємства. 1.2. Рентабельність капіталу. 1.3. Податки та інші платежі державі, тис. грн. 1.4. Витрати на охорону навколишнього середовища, тис. грн. 1.5. Втрати, спричинені призупиненням інвестиційних проєктів унаслідок надзвичайних ситуацій, тис. грн. 1.6. Сума залучених кредитних ресурсів в умовах надзвичайних ситуацій, тис. грн
	2. Скорочення чисельності працівників унаслідок надзвичайних ситуацій	2.1. Коефіцієнт скорочення персоналу, %. 2.2. Кількість випадків травматизму працівників, спричинених надзвичайними ситуаціями, од.

Оцінка інформації нефінансової звітності на предмет відповідності сталому розвитку

2.10. Сталий розвиток оцінюється відповідно до вимог європейського законодавства, зокрема Європейських стандартів звітності про сталий розвиток (ESRS). Критерії відповідності сталому розвитку наведено в табл. 5.

Таблиця 5

Критерії, що характеризують відповідність сталому розвитку

Критерії оцінювання	Зміст
СР 1. Критерії оцінки впливу підприємств на екологію	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: – політика, пов'язана з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією до нього; – цілі, пов'язані з пом'якшенням наслідків зміни клімату та адаптацією; – споживання енергії; – викиди парникових газів (сфера 1, 2, 3); – політика щодо забруднення; – політика щодо водних і морських ресурсів; – політика щодо біорізноманіття та екосистем
СР 2. Критерії оцінки соціальної складової діяльності підприємств	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: – політика взаємодії з власним людським капіталом; – особливості соціального захисту на підприємстві; – навчання та розвиток персоналу; – охорона здоров'я та безпека; – показники різноманіття
СР 3. Критерії оцінки управлінської складової діяльності підприємств	Оцінка звітності підприємств на предмет наявності інформації щодо таких аспектів, як: – політика у сфері боротьби з корупцією; – кількість випадків корупції

Джерело?

Оцінка суттєвості даних нефінансової звітності

2.11. Критерії оцінювання суттєвості інформації, що розкривається в нефінансовій звітності, наведено в табл. 6.

Таблиця 6

Критерії оцінки суттєвості інформації, що розкривається в нефінансовій звітності

Критерій оцінювання	Сутність
СК 1. Суттєвість даних за економічною сферою	За цим критерієм оцінюються суттєвість розкриття даних у нефінансовій звітності відповідно до ступеня суттєвості, визначеного для річної фінансової звітності згідно з п. 6 листа Міністерства фінансів України "Щодо суттєвості у бухгалтерському обліку та звітності" від 29.07.2003 № 04230-04108 (суттєвість окремих об'єктів обліку визначається як 5 % підсумку валюти балансу)

Після проведення оцінки за критеріями, наведеними в табл. 1–6, результати узагальнюються для розрахунку показника якості нефінансової звітності за формою, розміщеною в додатку 1.

III. Організація оцінки якості нефінансової звітності на підприємстві

3.1. Організаційний етап оцінювання якості нефінансової звітності включає такі елементи: визначення відповідальної особи; уточнення чинних (розроблення нових) організаційних регламентів функціонування служби внутрішнього аудиту на підприємстві (положення про службу внутрішнього аудиту, посадові інструкції працівників служби внутрішнього аудиту, програма внутрішнього аудиту, план реалізації аудиторських завдань, порядок формування та затвердження звітів із проведеного внутрішнього аудиту тощо); створення специфічних робочих документів внутрішнього аудитора.

3.2. Основними процедурами ідентифікації елементів завдання з оцінки якості нефінансової звітності є: опитування, дослідження поточного стану галузі діяльності підприємства, перегляд внутрішніх організаційних регламентів діяльності підприємства у сфері ведення бухгалтерського обліку та складання звітності.

3.3. Рекомендована форма робочого документа аудитора при оцінці якості нефінансової звітності наведена в додатку 1 до цієї Методики.

3.4. За результатами проведення оцінки якості нефінансової звітності аудитор формує внутрішній звіт керівництву підприємства з наданням рекомендацій щодо усунення виявлених під час роботи недоліків.

Додаток 1

до Методики оцінки якості нефінансової звітності

Розрахунок показника якості нефінансової звітності (робочий документ)

Експертні оцінки за критеріями									I_{NFRQ}
РК 1	ПК 1	ЗК 1	ОЗК 1	ОЗК 2	СР 1	СР 2	СР 3	СК 1	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

ПРОПОЗИЦІЇ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ БЕЗПЕКИ

1. Подолання наслідків пандемії COVID-19 та війни в Україні вимагає внесення значних змін до проведення фінансової політики. Система управління державними фінансами, що застосовувалася у попередні періоди, не забезпечувала вирішення проблем, викликаних пандемією та війною. Рекомендується змінити концептуальні підходи до розроблення нормативного регулювання та прийняття управлінських рішень у сфері бюджетних операцій в період подолання наслідків пандемії та війни. Наразі ситуація характеризується такими ознаками:

- 1) відбулася зміна політики підтримки фінансової консолідації на впровадження експансивної фінансової політики;
- 2) спостерігається тенденція до зміцнення фінансової централізації, а також переходу до залучення додаткового фінансового ресурсу на основі розширення боргових механізмів та отримання зовнішньої фінансової допомоги;
- 3) з метою недопущення руйнування фінансової системи України було запроваджено додаткові механізми утримання показників фінансової стійкості та боргової стабільності;
- 4) було внесено зміни до застосування фінансових правил, використання яких стримувало проведення таких заходів.

У період подолання наслідків пандемії COVID-19 та війни в Україні відзначалося ускладнення управління бюджетними операціями за причин розширення операцій у сфері бюджетних витрат. Необхідним стало визначення змін до обсягів та структури видатків держбюджету в період повоєнного розвитку України. Для розв'язання таких завдань було збільшено бюджетний дефіцит за рамки, визначені фінансовими правилами, що були чинними до пандемії та повномасштабного російського вторгнення. Наслідком стало погіршення фінансової позиції України. Протягом 2023 р. здійснювалося коригування запланованих обсягів доходів та кредитування, а також показників дефіциту державного бюджету (з урахуванням вимог воєнного стану).

Рекомендується для обмеження показників дефіциту державного бюджету запровадити заходи, спрямовані на підвищення ефективності використання бюджетних витрат, покращання їх структури, збільшення обсягу мобілізованих доходів до державного бюджету. Для цього необхідно за-

провадити механізми відновлення податкових та неподаткових надходжень, проведення операцій з капіталом у бік їх збільшення. Такі заходи мають забезпечити заміщення відрахування ресурсів НБУ до складу доходів держбюджету, а також поступове зменшення фінансової допомоги з боку зарубіжних партнерів у формі грантів. Доцільно визначити напрями та основні етапи покращання фінансової позиції в період подолання наслідків війни та відновлення України. Упровадження таких механізмів дасть змогу утримати критичний рівень бюджетних витрат, а також їх ресурсне забезпечення без надмірного перевищення критичних рівнів фінансової стабільності та боргової стійкості.

Необхідне внесення значних змін до мобілізації ресурсів (податкових та неподаткових надходжень) з метою збільшення покриття видатків доходами державного бюджету. За недостатності неборгового ресурсу для фінансування державного бюджету зростає необхідність залучення додаткових активів. Було мобілізовано надходження від приватизації державного майна та проведення активних операцій. Проте переважну частину коштів було отримано від розміщення державних запозичень.

Рекомендується запровадити механізми стримування накопичення державних запозичень, зокрема збільшення надходжень від приватизації державного майна, а також проведення активних операцій. Необхідним є внесення змін до Закону України “Про приватизацію державного і комунального майна”, що регламентують проведення приватизації в період війни та подолання її наслідків. Водночас варто забезпечити отримання додаткових надходжень (у рамках проведення активних операцій) для збільшення неборгового ресурсу, що використовується для фінансування державного бюджету: продаж активів, що перебувають в управлінні центрального уряду, відкликання коштів з депозитів, збільшення залишків коштів за рахунок економнішого витрачання бюджетного ресурсу. Крім того, слід збільшити фінансування державних запозичень з внутрішніх джерел, запровадити програми поступового заміщення фінансової допомоги від зарубіжних партнерів із використанням ринкових механізмів щодо залучення ресурсу на міжнародних фінансових ринках.

При проведенні розміщення державних запозичень з’ясувалося, що внутрішній ринок державних боргових інструментів не забезпечує залучення обсягу необхідного ресурсу для покриття витрат у рамках фінансування державного бюджету. Тому були значно збільшені зовнішні запозичення (хоча Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2021–2024 роки передбачено збільшення частки державного боргу в національній валюті). Доцільно переглянути основні положення зазначеної стратегії на період подолання наслідків війни та визначити механізми стримування зовнішніх запозичень, а також заміщення їх внутрішніми. Розробити та запровадити програми зниження дохідності державних позик на внутрішньому фінансовому ринку, а також додаткові механізми активізації інвесторів (як резидентів, так нерезидентів) до вкладень у державні боргові цінні папери, що розміщуються на внутрішньому фінансовому ринку.

Для залучення коштів з метою покриття витрат в рамках фінансування державного бюджету на перших етапах війни було впроваджено механізми монетарного фінансування бюджету, що призвело до загострення макроекономічних ризиків. Рекомендовано запровадити механізми недопущення збільшення монетарного фінансування дефіциту державного бюджету України. Зокрема, варто передбачити впровадження в управління державними борговими зобов'язаннями механізмів, що спрямовують на заміщення фінансування ресурсу з боку державних банків у ОВДП шляхом залученням ресурсів від юридичних осіб – резидентів, фізичних осіб, територіальних громад, а також нерезидентів.

Запропоновано механізми активізації участі населення у вкладенні у державні боргові цінні папери, розміщені на внутрішньому фінансовому ринку. Зокрема, рекомендовано запровадити механізми, що передбачають стимулювання вкладень населення в ОВДП для сплати комунальних послуг, відновлення або придбання нового житла, оплати витрат на лікування, заснування нового бізнесу. Водночас доцільно запровадити пільгові умови щодо спрямування на інвестиції коштів з депозитів, перерахування процентних платежів, відрахувань із зарплати, надходжень коштів з-за кордону. Такі операції мають забезпечуватися належними програмами підтримки в комерційних банках. Що ж до державних банків, то їх ресурси доцільно спрямовувати передусім на забезпечення інвестиційної діяльності для відновлення та модернізації критичної інфраструктури.

Залучення ресурсу шляхом розміщення зовнішніх позик у період війни виявило низку особливостей. Внаслідок обмеження доступу до міжнародних фінансових зменшено обсяги ринкових позик та збільшено запозичення від зарубіжних партнерів. Зросли обсяги боргового фінансування з боку іноземних держав, а також МФО, які надаються за пільгових умов. Внаслідок ускладнення доступу до міжнародних фінансових ринків використовуються непрямі форми мобілізації коштів, а також фінансова допомога з боку зарубіжних партнерів.

Рекомендовано в період відновлення запровадити механізми та процедури підвищення ефективності використання ресурсу, отриманого від зарубіжних партнерів у вигляді фінансової допомоги, запровадити програму поступового її заміщення внутрішнім фінансуванням, а також відновленням розміщення ринкових державних запозичень на зовнішніх ринках капіталу. Важливого значення набувають питання отримання позик за пільгових умов (з боку іноземних партнерів). Для цього слід визначити засади державної політики (з урахуванням підтримки партнерів) щодо впровадження таких умов.

Рекомендовано розробити та впровадити програму поступового заміщення частини фінансування державного бюджету, що здійснюється з використання фінансової допомоги зарубіжних партнерів на залучення коштів на основі використання ринкових механізмів на міжнародних ринках капіталу.

Подолання наслідків пандемії COVID-19 та протидія російській військовій агресії вимагали непрогнозованого зростання бюджетного дефіциту, показників фінансування державного бюджету (переважно на основі запозичень), а також збіль-

шення державного боргу. Проте внесення таких змін стримувалося фіскальними правилами. Водночас слід ураховувати, що в Україні впровадження фіскальних правил у практику державного управління перебуває на початкових етапах: фактично вони використовуються лише як орієнтири проведення фіскальної політики, а не як складові бюджетного процесу. Різке розширення експансивних операцій стримувалося чинними правилами, а тому їх дію було скасовано. Рекомендовано запровадити зміни до застосування фіскальних правил в Україні з урахуванням нормативного регулювання їх використання у ЄС, досвіду впровадження в державах – членах Євросоюзу, а також особливостей економічного та соціального розвитку нашої країни.

Запропоновано до таких змін віднести: застосування числових індикаторів фіскальних правил на середньостроковий період (прийняття середньострокової цілі фіскальної політики); застосування попереджувальних (превентивних) заходів, що спрямовують уряди на розроблення бюджету з урахуванням дії фіскальних правил, здійснення коригування бюджетних операцій у ході виконання державного бюджету (виправлення допущених надмірних показників дефіциту); проведення контролю за розробленням проєктів щорічних бюджетних правил (з боку Верховної Ради України), впровадження у бюджетне законодавство положень щодо застосування необхідних процедур, що спрямовують уряд на дотримання фіскальних правил та виправлення дисбалансів у випадках їх допущення; забезпечення прозорих бюджетних процедур (щодо дотримання вимог фіскальних правил); проведення моніторингу та оцінки бюджетних правил з боку Верховної Ради України, а також незалежних спеціалізованих фіскальних рад.

З огляду на вступ України до ЄС слід ураховувати, що в Євросоюзі фіскальні правила впроваджені на наднаціональному та національному рівнях. Тому необхідне поглиблене вивчення їх застосування (як законодавчого забезпечення на наднаціональному рівні, так і досвіду використання окремих державах-членах). У період подолання наслідків пандемії COVID-19 та протидії російській агресії зростають показники державного боргу. Рекомендовано здійснити перегляд Стратегії управління державним боргом на період відновлення України. Розробити та запровадити програму забезпечення та утримання фінансової стабільності та торгової стійкості в період проведення фіскальної політики відновлення. Провести коригування фіскальних правил шляхом внесення змін до нормативної бази з питань їх застосування в період проведення політики відновлення.

Важливого значення набувають питання забезпечення прозорості проведення фіскальних операцій. Рекомендовано запровадити належні механізми забезпечення прозорості операцій залучення, отримання та використання бюджетних ресурсів в період відновлення України. Зокрема, прийняти прозорі критерії відбору пріоритетності витрачання бюджетних коштів, а також застосування процедур їх впровадження. При визначенні пріоритетності видатків рекомендовано проводити оцінку фіскальних ризиків, передусім у рамках фінансування соціальних фондів, виконання умовних зобов'язань, проведення операцій на основі ДПП, а також дія-

льності державних підприємств (з питань перерахування дивідендів до державного бюджету). Передбачено також надання звітів щодо проведення таких операцій, з урахування отриманих ресурсів на Єдиному казначейському рахунку, підвищення платіжної дисципліни, проведення аудиту витрачання коштів та опублікування їх результатів.

2. В умовах пандемії коронавірусу в найбільшій зоні ризику в Україні опинилися банки з приватним капіталом, орієнтовані на роздрібний сегмент ринку. Нової хвилі банкрутств вдалось уникнути завдяки попередній політиці НБУ з очищення системи від слабких банків та стрес-тестування банків. Стабільність ресурсної бази українських банків в умовах тривалого стресу була зумовлена підвищеною схильністю вкладників до заощаджень.

З огляду на характерні прояви вразливостей НБУ варто запровадити спеціальні програми рефінансування банків для подолання наслідків пандемії.

Слід визнати безумовно позитивною практику запуску спеціальних програм підтримки кредитування через Фонд розвитку підприємництва. Такі програми доцільно підтримати, прийнявши закон про установу розвитку, яка б антициклічно працювала для подолання ефекту “провалів ринку”, екстрено надаючи пільгові ресурси кредитним організаціям.

НБУ доцільно звернути увагу на заклик внести зміни до вимог до управління операційними ризиками та планування на випадок надзвичайних ситуацій: Положення про плани відновлення діяльності банків України та банківських груп; Положення про особливості застосування вимог окремих нормативно-правових актів і внесення змін до деяких нормативно-правових актів НБУ у зв’язку з установленням карантину та запровадженням обмежувальних заходів; Положення про організацію системи управління ризиками в банках України та банківських групах.

Доречно розробити механізм підтримання ліквідності банків для надзвичайних ситуацій, передбачити створення фонду колективної підтримки банків у випадку системних стресів за рахунок регулярних відрахувань комерційними банками у пропорції до розміру активів за диференційованою шкалою (підвищений збір для системно важливих банків). Варто використати досвід європейських країн, де запроваджений банківський збір, як правило, сплачується майже всіма фінансовими установами та відображає рівень ризику окремих установ і внесок у пов’язаний із системним ризиком. Ефектом запровадження такого збору буде створення спеціального позабюджетного фонду для врятування та реорганізації банків без використання коштів платників податків; адекватна мотивація керівників і власників банків на прийняття ризику буде стримуватися усвідомленням системного ризику.

Підвищенню рівня довіри до Національного банку як органу монетарної політики сприятиме створення колегіального органу – Монетарної ради або Монетарного комітету, до складу якого доцільно включити не менше трьох незалежних експертів з макроекономіки, банківського сектору та монетарної політики з визнаним досвідом у сфері наукових досліджень та практичної роботи у зазначених сферах, який би брав участь у виробленні рішень з монетарної політики.

НБУ доцільно приділити увагу удосконаленню інструментарію прив'язки інфляційних очікувань. Для цього в комунікаційні політиці слід передбачити розкриття інформації про результати голосування, пояснення причин і очікуваного впливу рішень на економічне зростання і безробіття.

Домінуючий в Україні підхід до монетарної політики, що передбачає забезпечення цінової стабільності через зміну облікової ставки, потребує модернізації. По-перше, він базується на застарілому припущенні про існування оптимального рівня інфляції та нейтральної ставки. В умовах пандемії або інших глобальних шоків такі поняття мають відмінний, ніж у звичайний час зміст. Натомість пріоритету набуває стійкість бюджетних видатків для усунення кризових наслідків. Вимушене забезпечення частини бюджетних видатків емісійними заходами не повинне приводити до зростання державних витрат на обслуговування боргу внаслідок підвищення облікової ставки.

По-друге, базові моделі DSGE вже є недостатніми для побудови монетарних рішень. Удосконалення вихідних моделей для визначення операційного дизайну монетарної політики потребує включення, з одного боку, факторів споживчої поведінки домогосподарств, галузевої структури економіки, а з другого – розширеного спектра каналів впливу: процентної ставки, кредитної пропозиції, цін на активи, очікувань, а головне – валютного курсу.

По-третє, підвищення функціоналу центральних банків в умовах таких глобальних шоків вимагає розширення їхніх оперативних можливостей через імплементацію нових нетрадиційних інструментів монетарної політики: заходи монетарного стимулювання, які включають надання розширеного рефінансування, пом'якшення нормативів, пряме фінансування економічних суб'єктів тощо.

Виходячи з цього, доцільно уточнити Закон “Про Національний банк України” в частині: затвердження пріоритету курсової стабільності перед інфляцією; зобов'язання НБУ реалізувати надзвичайні заходи монетарної підтримки у визначених урядом випадках кризових подій (пандемії, війни тощо); формалізації вихідних підстав для зміни операційного дизайну монетарної політики, зокрема підвищення облікової ставки.

Внутрішні нормативні документи НБУ доцільно доповнити Регламентом монетарного регулювання, де упорядкувати підхід до визначення кількісних параметрів операційного дизайну монетарної політики на підставі формалізованої моделі та процедури інтерпретації її результатів.

Інструментарій монетарного регулювання НБУ потребує доповнення в частині унормування можливості використання спеціальних програм рефінансування для підтримки стійкості фінансових установ та продовженні кредитування у надзвичайних кризових випадках. У безпрецедентно невизначених умовах, створених пандемією, масштабні покупки активів та операції з рефінансування підтвердили свою ефективність та стали основними нетрадиційними інструментами для посилення експансіоністської позиції монетарної політики.

У подальшому можна прогнозувати, що вони увійдуть до традиційного набору антикризових заходів та будуть використовуватись для дешевого цільового фінан-

сування банків, щоб стимулювати їх кредитувати екологічне відновлення. Екологічні цільові операції рефінансування можуть збалансувати наявний невибірковий підхід до кредитування з інтенсивним викидом вуглецю.

Доцільно вже тепер доповнити порядок надання кредитів рефінансування для підтримки ліквідності банків, змінивши постанову Правління НБУ від 19.04.2022 № 76 у частині стандартизації набору спеціалізованих, прив'язаних до екологічного напрямку операцій з рефінансування, які завжди відкриті для банків на певний термін. За їх допомогою НБУ зможе впливати на вартість енергетичного переходу та реалізації міжнародних програм боротьби зі зміною клімату.

Як додаткові рекомендації слід передбачити вдосконалення нормативно-правового забезпечення діяльності НБУ в частині запровадження Порядку макроруденційного регулювання та Порядку управління ризиками цифровізації у банківській системі. Важливо також звернути увагу на тенденцію посилення сектору небанківських організацій та тіньового банківництва як потенційного виклику.

Слід підвищити фінансову стійкість банківського сектору та його здатність протистояти кризовим явищам шляхом зміни в регуляторних вимогах до банків, що ґрунтуються на міжнародних стандартах регулювання діяльності банків, визначених Базельським комітетом та директивами ЄС. Зокрема, здійснити такі заходи:

- 1) забезпечити достатній рівень капіталу та ліквідності для зниження системних ризиків фінансового сектору;
- 2) гармонізувати правила роботи банківського сектору України відповідно європейського законодавства;
- 3) послідовно імплементувати раніше анонсовані регуляторні вимоги до банків відповідно до плану провадження нових регуляторних вимог на 2021–2024 рр., зокрема щодо коефіцієнта чистого стабільного фінансування (NSFR). Запровадження руденційного нормативу ліквідності NSFR стимулюватиме банки залучати довші за термінами джерела фінансування, зменшуючи їх залежність від короткострокового фінансування;
- 4) доповнити перелік буферів капіталу (консервації, контрциклічного та системної важливості), які банки повинні формувати для підвищення спроможності протистояти системним ризикам у період фінансової нестабільності. НБУ в період пандемії COVID-19 відтермінував формування банками буферів консервації та системної важливості. У зв'язку з посиленням циклічності системних ризиків викликаних повномасштабним вторгненням, необхідно поступово відновити формування цих буферів для забезпечення стійкості банківської системи та покриття можливих втрат;
- 5) відповідно до постанови Правління НБУ “Про затвердження Положення про порядок визначення банками України мінімального розміру ринкового ризику” від 30.12.2021 № 162 комерційним банкам здійснити розрахунок мінімального розміру ринкового ризику в тестовому режимі на звітні дати, визначені Правлінням НБУ після припинення чи скасування воєнного стану.

3. Дефіцит державного бюджету є наслідком стану державних фінансів та точної економічної ситуації в країні. Кризові ситуації в суспільстві (початок російської агресії проти України в 2014–2015 рр., початок пандемії COVID-19 у 2020 р., повномасштабне вторгнення росії в Україну) стали викликами для економіки, загрозою її економічній, фінансовій і фінансовій безпеці. Початок криз (протягом 2013–2022 рр.) супроводжувався зростанням обсягів дефіциту державного бюджету; відповідно, зростали й загрози фінансовій безпеці держави.

Оцінку дефіциту державного бюджету доцільно здійснювати за допомогою: 1) візуального оцінювання; 2) оцінок лінійних і нелінійних трендів; 3) відповідних статистичних оцінок. Кожен з цих методів має свої переваги і недоліки. Первинну оцінку слід здійснювати на основі візуального оцінювання та побудови лінійних трендів. Опис графіків та оцінку змін, тенденцій слід проводити за допомогою трендів (лінійного, поліноміального трендів різного порядку). Оцінювання доцільно здійснювати як для всього періоду (2013–2022 рр.), так і окремо виділених поєднаних ковзних п'ятирічних періодів, які послідовно характеризують економічний цикл і його зв'язок з дефіцитом Державного бюджету України (особливості поточної фінансової політики).

Застосування системи ковзних рядів уможливає знаходження критичних періодів та відповідних якісних оцінок, пов'язаних з цими періодами. П'ятирічний період для ковзних рядів є оптимальним, оскільки дає змогу застосовувати показники статистичної оцінки, і кількість таких ковзних рядів також є достатньою для якісного оцінювання. Крім того, п'ятирічний період збігається з періодом зміни суспільних настроїв у суспільстві й перевиборів влади.

Значна волатильність дефіциту Державного бюджету України у 2019–2022 р. зумовлена почерговими процесами криз і відновлення – початком пандемії COVID-19 в 2020 р., деяким відновленням (адаптацією) економіки у 2021 р. та стрімким зростанням дефіциту бюджету в 2022 р з початком повномасштабної агресії росії проти України. Активна фаза російсько-української війни має визначальний вплив на аналіз статистичних рядів доходів Державного бюджету України. Тому дослідження проводилося для періоду 2013–2021 рр.

“Допандемічний” період (2013–2019 рр.) характеризується відносно сталою структурою доходів державного бюджету, за винятком 2015 р. коли структура доходів зазнала певних змін – відбулося пікове зростання ввізного мита, доходів від власності та підприємницької діяльності, рентної плати й плати за використання інших природних ресурсів та пікове зниження ППП і ПДВ. Початок пандемії COVID-19 та її поширення (2020–2021 рр.) характеризуються, головним чином, зростанням частки ПДВ (2021 р.) та суттєвим зменшенням власних надходжень бюджетних установ (2021 р.). У 2020 р. структура доходів державного бюджету не зазнала особливих змін.

У цілому оцінку кризових змін в економіці необхідно здійснювати на основі різницевих показників (дефіцитів-профіцитів бюджетів), а також різницевих доходів – валових і чистих доходів у розумінні системи національних рахунків ООН.

Цей підхід може бути застосований щодо зниження (мінімізації) макрофіскальних ризиків в економічній системі та посилення її стійкості.

Головними індикаторами антикризових фіскальних заходів протидії пандемії COVID-19 є збільшені державні витрати на подолання її наслідків (зростання дефіцитів державних бюджетів, державного боргу). Різні країни мали свої програми протидії пандемії. Проте спільними ознаками для всіх були: підтримка системи охорони здоров'я, пряма і непряма підтримка підприємництва, підтримка уразливих верств населення, підтримка макроекономічної стабільності та формування основи для відновлення тощо.

З метою мінімізації макрофіскальних ризиків необхідно підтримувати доцільні макроекономічні пропорції, сприятливі для економічної стабільності й економічного зростання. Для цього доцільно оцінювати систему похідних показників – відношення доходів кругообігу та їх використання в секторі національної економіки (валова додана вартість, оплата праці, валові прибутки, валовий національний продукт, валовий наявний дохід, валові заощадження, чисте кредитування (+) / чисте запозичення (-), кінцеві споживчі витрати, валове нагромадження основного капіталу тощо) до утворюваного ВВП. Ці похідні показники доцільно оцінити за допомогою статистичних оцінок (середнє, варіація, стандартне відхилення, кут нахилу тощо) для досліджуваного періоду.

Нами досліджено відповідний досвід ФРН. Згідно з Пактом стабільності та зростання в Німеччині проводиться політика підтримки доцільних макроекономічних пропорцій, зокрема засобами підтримки бюджетної дисципліни в державному секторі, недопущення зростання державного боргу. Критичними межами є: 1) не більше 3 % від ВВП дефіцит бюджету державного сектору, та 2) не більше ніж 60 % від ВВП державний борг. У 2020 р. – у перший рік пандемії COVID-19 – ці критичні межі були порушені. У 2021–2022рр. відбувалися економічне відновлення та поступове наближення параметрів бюджету до відповідності критичним обмеженням.

В Україні доцільно застосувати досвід Німеччини щодо підтримки вимог Пакту стабільності та зростання. Це дасть змогу посилити фіскальну і монетарну безпеку країни, встановити цільові орієнтири щодо бюджетно-фінансової політики в державному секторі. Інтеграція України до Європейського Союзу вимагає також дотримання правил ЄС у частині підтримки стабільності та економічного зростання. У “допандемічний” період в Україні фактично проводилась політика стабілізації державних фінансів, що відповідає вимогам Пакту стабільності та зростання.

Важливим чинником економічної стабільності і зменшення макрофіскальних ризиків є зростання частки заощаджень та інвестицій до ВВП, тобто формування внутрішньої основи стабільності та економічного зростання. Наслідком цього стане й розширення бази доходів державного бюджету, зменшення дефіциту державного бюджету.

4. Дефіцит державного бюджету у 2024 році передбачається на рівні 20,4 % ВВП, тоді як у 2022 р. він становив 17,6 % ВВП, а в 2023 р. заплановано на рівні 27 % ВВП. На 1 вересня 2023 р. державний і гарантований державою борг в Україні становив

4,9 трлн грн або 77% ВВП. За прогнозом Міністерства фінансів обсяг боргу може сягнути 104,6 % ВВП на кінець 2024 р. Такі розміри боргу перевищують гранично допустимі рівні для країн із середніми доходами і вимагатимуть відповідних коригуючих заходів у поствоєнний період.

Зависокий розмір державного боргу посилює вразливість державних фінансів до впливу майбутніх шоків і обмежує спроможність уряду використовувати антициклічну фінансову політику для протидії кризовим явищам. Вищий рівень боргу вимагає також більшої величини первинного профіциту бюджету, яка необхідна для стабілізації рівня боргу. За високих обсягів державного боргу уряд ризикує увійти в стан так званої поганої рівноваги (високих процентних ставок і повільного економічного зростання) під впливом очікувань, що самореалізуються.

Зниження боргового навантаження та відновлення умов фінансової та монетарної безпеки вимагають проведення таких першочергових заходів.

1. Розпочати політику скорочення бюджетного дефіциту та поступової бюджетної консолідації після завершення воєнних дій, коли зменшення видатків на безпеку і оборону автоматично скорочуватиме потреби у бюджетних коштах і обсяги бюджетного дефіциту. Але навіть перехід сектору безпеки і оборони на мирні рейки, імовірно, не забезпечить бажаного скорочення обсягу бюджетного дефіциту і можливість зниження відносної величини боргового навантаження.

Тому на порядку денному економічних перетворень післявоєнної України стоятиме завдання мобілізації до бюджету додаткових доходів і скорочення непriorитетних видатків держави – реалізації добре продуманої політики бюджетної консолідації, розрахованої на середньостроковий термін.

При розробленні програми бюджетної консолідації важливо забезпечити її поступовість або розтягнутість у часі. Проведене ОЕСР дослідження показало, що скорочення державних видатків у багатьох випадках спричиняє значні втрати випуску, якщо воно відбувається в сферах, у яких уряд надає вкрай потрібні економічним агентам суспільні товари і послуги. Зокрема, скорочення державних інвестицій і державних видатків на освіту належать до таких видатків. Зменшення видатків на охорону здоров'я також може знизити випуск на одну особу через падіння продуктивності праці та пропозиції робочої сили.

Водночас скорочення державних субсидій підприємствам і зростання податків на власність є найбільш виправданими і часто вживаними інструментами фінансової консолідації. Далі за частотою використання і глибиною впливу на економічні процеси йдуть зниження розмірів пенсій і допомог по безробіттю, підвищення екологічних податків, податків на корпоративні прибутки і особисті доходи. На противагу цьому, скорочення видатків на охорону здоров'я, освіту, зменшення державних інвестицій є не дуже поширеними засобами економії, з огляду на їх негативний вплив на економічне зростання і розподіл доходів].

Таким чином, при розробленні програми бюджетної консолідації в Україні слід **мінімізувати** застосування інструментів консолідації, що мають найвагоміші негативні наслідки в економічному плані:

- зменшення державних інвестицій,
- скорочення державних видатків на освіту і охорону здоров'я,
- підвищення внесків на соціальне страхування,
- збільшення податків на корпоративні прибутки.

Програма бюджетної консолідації чи скорочення бюджетного дефіциту в Україні має фокусуватися на заходах, що мають мінімальний негативний вплив на економічне зростання у короткостроковому періоді і позитивний вплив у довгостроковому періоді. До них ми відносимо такі фінансові інструменти: скорочення державних субсидій підприємствам, підвищення (введення) податків на власність і екологічних податків, зменшення видатків на державне споживання, скорочення реального розміру пенсій і деяких видів соціальних допомог.

У середньостроковій перспективі при плануванні видатків бюджету, з огляду на виклики бюджетної консолідації та потреби у відновленні економіки й соціально-гуманітарної сфери, необхідно буде враховувати такі міркування.

У найближчі роки існуватимуть суттєві потреби у фінансуванні реконструкції повністю зруйнованих будинків, ремонту частково пошкодженого житла та надання тимчасового житла для ВПО і людей, які втратили домівку. В умовах дефіциту державних коштів необхідно буде визначити набір критеріїв для постраждалих домогосподарств, котрі надаватимуть право на повну компенсацію чи отримання житла від держави. Такий підхід дасть змогу надавати допомогу найбільш вразливим і постраждалим від воєнних дій громадянам.

Реконструкція доріг, відновлення функціональності залізничної мережі та авіаційних шляхів, посилення автомобільного та залізничного сполучення України з ЄС мають бути пріоритетними напрямками витрат на транспортну інфраструктуру. Однак, з огляду на гігантські фінансові потреби для цього сектору, розширення ДПП та іноземна допомога у формі грантів, позик і гарантій будуть необхідними формами фінансування відновлення та модернізації інфраструктури України.

Відбудова мережі освітніх і медичних закладів має ґрунтуватися на врахуванні довгострокових тенденцій переміщення населення, що спричинені війною, для того, аби державні інвестиції в ці заклади були оптимізовані під нові потреби споживачів. Необхідно вирішувати і пов'язані з цим проблеми – формування штату вчителів і медичного персоналу у відповідності до нового розподілу студентів і пацієнтів. Потрібно також просувати реформи у сферах освіти та охорони здоров'я з акцентом на підвищенні ефективності та покращанні якості публічних послуг.

За напрямом соціального захисту населення пріоритетними для держави мають стати соціальні програми захисту та реабілітації постраждалих від війни (малозабезпечених і переселенців, ветеранів війни, осіб з інвалідністю та домогосподарств, які втратили родичів у бойових діях). Однак, з огляду на обмеженість фінансових ресурсів для Уряду, існуватиме об'єктивна потреба в раціоналізації широкого спектра програм соціальної допомоги та заміни частини з них новими програмами, які було започатковано під час війни.

2. Сприяти поглибленню внутрішнього ринку державних запозичень і залученню державних позик за помірними ставками через налагодження здорової фінансово-монетарної координації.

Важливим завданням у сфері внутрішніх державних запозичень є досягнення помірної вартості внутрішніх державних позик з урахуванням реального попиту і пропозиції на позичкові кошти (без штучного компонента у вигляді депозитних сертифікатів НБУ). В цьому контексті необхідно розв'язати завдання відходу від жорсткої монетарної політики Національного банку України та формування ефективного вторинного ринку ОВДП.

Основними засобами розв'язання цього завдання є:

- радикальне зниження облікової ставки НБУ та утримання її реального значення на рівні, близькому до нуля;
- мінімізація операцій НБУ з депозитними сертифікатами шляхом кратного зниження процентної ставки за цими інструментами;
- впровадження механізмів довгострокового рефінансування НБУ кредитів банків, наданих реальному сектору економіки, що дасть змогу одночасно активізувати внутрішній кредитний процес і досягти зниження вартості обслуговування державного боргу.

Утримання низького рівня внутрішніх процентних ставок упродовж тривалого часу є також вагомим фактором досягнення прогресу в справі зниження боргового навантаження. Тому проведення стимулюючої монетарної політики, яка не створює загроз для фінансової стабільності, є ваговою складовою у системі заходів з гарантування боргової стійкості держави.

Разом з тим поглиблення місткості та диверсифікація ринку внутрішніх державних запозичень вимагатиме впровадження таких заходів:

- започаткування випуску внутрішніх облігацій з дохідністю, прив'язаною до темпів інфляції для уникнення необґрунтованого завищення вартості державних запозичень в умовах нестабільної інфляції;
- розширення доступу міжнародних інвесторів до купівлі ОВДП України через використання міжнародних торговельних платформ;
- покладення на первинних дилерів ринку ОВДП функцій маркетмейкерів вторинного ринку ОВДП (що сприятиме підвищенню ліквідності й зниженню дохідності ОВДП, як на первинному, так і вторинному ринках).

3. Продовжувати співробітництво з міжнародними донорами для масштабного залучення пільгового позичкового фінансування та збільшення частки грантового фінансування.

Можливість упровадження успішної програми післявоєнної реконструкції України безпосередньо залежать як від перспектив проведення адекватної реструктуризації зовнішнього державного боргу, так і від переходу до більш обґрунтованої структури зовнішнього фінансування. На найближчі роки і середньострокову перспективу перед Україною гостро стоїть завдання збільшення грантового компонента фінансової підтримки України від держав-партнерів. Грантовий харак-

тер фінансування, на відміну від кредитного, не генерує проблем боргової стійкості й не виснажує обмежені внутрішні ресурси на боргові цілі. Проведені нами розрахунки засвідчили, що для відновлення боргової стійкості України і наближення розміру державного боргу України до цільового рівня 60–70 % ВВП необхідним є підвищення частки грантів, щонайменше, до 40 % у 2024 р. і до 50 % у 2025–2026 рр.

Внески для фінансової підтримки України у формі грантів можуть надавати уряди держав-союзниць на двосторонній основі безпосередньо до державного бюджету України або за посередництва трастових фондів Світового банку. На багатосторонній основі гранти можуть надходити від ЄС через фонди солідарності ЄС та цільовий фонд “Ukraine Facility”, пов’язані з бюджетом ЄС.

4. Лімітувати обсяги надання нових гарантій Урядом та забезпечити належне управління гарантованими зобов’язаннями держави. Для гарантування довгострокової стабільності державних фінансів України політика управління державним боргом та умовними зобов’язаннями держави має ґрунтуватися на використанні апробованих світовою практикою інструментів управління ризиками й обмеження загального обсягу гарантованих зобов’язань.

У середньостроковому періоді для мінімізації ризиків державних гарантій і відновлення боргової стійкості державних фінансів необхідним видається виконання таких завдань:

- створення ефективної системи підзвітності, підконтрольності й транспарентності державних гарантій за кредитами,
- обмеження сфери дії державних гарантій потенційно самоокупними інвестиційними проектами, що реалізуються суб’єктами малого і великого бізнесу,
- поширення механізму часткових гарантій Уряду на більшу частину програм державних гарантій (гарантування до 80 % боргових зобов’язань позичальника),
- відновлення постійно діючого щорічного ліміту на надання державних гарантій Урядом – 3 % планованих доходів загального фонду Державного бюджету.

Уряду України необхідно також повною мірою імплементувати міжнародні стандарти транспарентності у сфері умовних зобов’язань, які нині виконуються лише частково. Зокрема, у частині державних гарантій за кредитами до складу звіту про фінансові ризики та умовні зобов’язання варто було б включати такі дані та роз’яснення: опис сутності кожної з діючих державних гарантій, підприємств-бенефіціарів, передбачуваної мети реалізації відповідного проекту; прогноз обсягів надання нових державних гарантій у плановому році і пояснення доцільності надання нових гарантій за кожною з програм та по кожному з бенефіціарів; імовірну величину фінансового ризику гарантій (ймовірних витрат на виконання гарантованих зобов’язань); фактичні платежі уряду за індивідуальними гарантіями та програмами державних гарантій; плановані асигнування на задоволення очікуваних вимог за гарантованими кредитами.

У майбутньому необхідно також врегулювати питання координації діяльності та повноважень Міністерства фінансів і галузевих міністерств при зборі інформації про фінансові ризики державних гарантій, при аналізі цих ризиків, оцінюванні

фіскальних наслідків рішень про надання державних гарантій і при розробці заходів з управління гарантованими зобов'язаннями. Слід також чітко прописати функції контролю за фіскальними ризиками державних гарантій з боку Міністерства фінансів і можливі заходи політики щодо їх мінімізації. Варто уповноважити один з вищих органів державного фінансового контролю (Державну аудиторську службу чи Рахункову палату України) на проведення регулярного аудиту сфер і підприємств з найбільшими фіскальними ризиками.

Упровадження окреслених заходів і проведення зваженої бюджетної та боргової політики в цілому перешкоджатимуть виникненню боргової кризи та кризи платіжного балансу в країні, позитивно впливатимуть на рівень внутрішніх процентних ставок у економіці й динаміку приватного інвестування, створюватимуть надійні підвалини для зниження темпів інфляції та посилення збалансованості державних фінансів України.

5. Поступове і стабільне зростання обсягів бюджетних надходжень у 2018–2019 рр. свідчило про покращання фінансової стійкості країни і сприяло стабілізації стану бюджетної безпеки України, що виступило достатнім ресурсом для мінімізації наслідків пандемічного шоку.

Упровадження комплексної та стратегічної політики, а також використання передових практик для швидкого виявлення, заморожування та репатріації викрадених активів, визнання іноземних вимог щодо конфіскації активів та повернення майна, яке було переміщене за кордон, сприятиме зміцненню фінансової безпеки країни, а також зменшенню негативного впливу тіньового сектору на національну економіку та фінансову стабільність країни.

Оцінка показників бюджетної безпеки засвідчила нестабільність публічних фінансів, що породжує системні внутрішні загрози та обмежує здатність країни ефективно протистояти зовнішнім ризикам. Серед цих наслідків відзначимо: обмежену купівельну спроможність населення, скорочення обсягів кредитування економіки, несприятливий інвестиційний клімат, погіршення прогнозів для світових сировинних ринків та негативні перспективи розвитку світової економіки у наступні роки.

Причини дефіциту державного бюджету та сектору загальнодержавного управління залишаються невирішеними і включають такі фактори, як тривалий воєнний конфлікт, що вимагає додаткових фінансових ресурсів для оборонної галузі, глибоку економічну рецесію, яка потребує переорієнтації економічних зв'язків, а також наявність соціальних та інших зобов'язань держави (забезпечення потреб населення в енергоносіях, виплати пенсій та ін.).

Підвищення ефективності управління державним боргом передбачає вдосконалення законодавчого забезпечення формування внутрішньої та зовнішньої заборгованості, а також забезпечення узгодженості зі стратегією економічного розвитку, прогнозом ВВП, платіжного балансу і резервами НБУ. Крім того, необхідне вдосконалення процесів формування, обліку, обслуговування та контролю державних запозичень, упровадження скоординованої політики взаємозв'язку між зовнішніми і внутрішніми запозиченнями, а також розроблення механізму контролю за дотри-

манням річного ліміту зовнішніх запозичень і максимального розміру зовнішнього державного боргу.

У контексті забезпечення фінансової безпеки необхідно передбачити розвиток інституційної системи у сфері оподаткування з урахуванням сучасних підходів, апробованих світовою фінансовою системою. З цією метою пропонується комплекс заходів щодо зміцнення її основних критеріїв, зокрема необхідно забезпечити на постійній основі: діагностику та прогнозування фінансових ризиків, формування фінансових резервів; нарощування податкового потенціалу та простору, забезпечення гнучкості та прозорості у сфері фінансової політики, застосування механізму обмеження зростання витрат, не забезпечених постійними дохідними джерелами; скорочення витратних процедур податкового адміністрування; визначення механізму податкових витрат, спрямованого на підвищення ефективності податкових пільг та їх постійний моніторинг; покращення якості управління податковим процесом.

6. Для національної економіки проблема бюджетного дефіциту є сталим явищем, однак надто великий рівень дефіциту може стати загрозою дефолту в майбутньому та загрожувати загальній фінансовій стійкості держави. В Україні основними причинами виникнення бюджетного дефіциту є значне податкове навантаження, високий рівень безробіття, ведення воєнних дій на території, низький рівень доходів населення, демографічна криза та інші фактори. Нами акцентовано увагу на реформах, котрі, спрямовані на забезпечення стійкості фінансової системи країни, зокрема такими є: реформи в бюджетній системі; оптимізація витрат, включаючи розгляд програм та проєктів для ефективнішого використання бюджетних коштів; пошук нових джерел доходів, у т. ч. через розширення бази оподаткування та підвищення ефективності податкової системи; фінансова транспарентність; стимулювання інвестицій; співпраця з міжнародними партнерами; тощо.

Міністерство фінансів, НБУ та ДПС продемонстрували ефективний підхід щодо управління бюджетними ресурсами країни в умовах дії воєнного стану.

За результатами дослідження підкреслено необхідність розроблення Національної стратегії доходів на період з 2024 по 2030 роки, котра готується в рамках виконання структурних маяків МВФ. Для забезпечення ефективності та стійкості державного бюджету, запропоновано втілити ряд заходів: розвиток інституційного потенціалу бюджетно-податкової політики, зокрема через створення механізмів, які допомагатимуть нейтралізувати негативний вплив війни на економіку та фінансову стабільність; забезпечення фінансової стійкості в контексті уникнення надмірного збільшення бюджетного дефіциту без точного визначення джерел його фінансування; гармонізація бюджетного законодавства України до стандартів та вимог ЄС.

Макрофінансова допомога виявилася критично важливою для запобігання глибшому економічному спаду та, зрештою, проклала шлях до фінансово-економічної стабілізації України, у т. ч. шляхом сприяння важливим структурним реформам у сфері управління державними фінансами, боротьби з корупцією, енергетичної політики, реструктуризації фінансового сектору та соціальної політики.

Програми МФД як прямо, так і опосередковано допомогли підвищити стійкість державного боргу України завдяки тривалішому терміну погашення та нижчим процентним ставкам МФД. Ці операції стали каталізатором додаткової двосторонньої донорської підтримки та підвищили довіру інвесторів. МФД також мала позитивний соціальний вплив в Україні шляхом зміцнення мережі соціального захисту, і в більш загальному плані, стримуючи кризу і таким чином запобігаючи більшому зростанню безробіття та більшій втраті доходів домогосподарств. Починаючи з 2024 р. МФД буде замінена фінансуванням через новий Фонд для України (Ukraine Facility) обсягом до 50 млрд євро.

Система індикаторів стійкості державних фінансів, яка використовується в зарубіжних країнах, охоплює такі складові: сектор державного управління (може розглядатися на різних рівнях: загального державного управління та центрального державного управління), сектор державних корпорацій (який поділяється на підсектори державних фінансових та державних нефінансових корпорацій). Стан кожного з названих секторів відображається певною підсистемою індикаторів. У ЄС прийнято єдині підходи до визначення переліку таких індикаторів, застосування єдиної методики їх розрахунків та класифікації можливих розривів між базовими показниками з метою врахування в ході обґрунтування управлінських рішень, спрямованих на забезпечення стійкого стану як кожного підсектору державних фінансів зокрема, так і сектору в цілому. Коригування макроекономічних дисбалансів здійснюється на основі методу “двох кроків”. Перший крок передбачає створення механізму попередження (Alert Mechanism), який виконує функцію певного фільтра (ст. 3 Регламенту ЄС 1176/2011). Мета механізму попередження – зосередження уваги органів державного управління на отриманих шляхом проведених спостережень ризиках та ідентифікація країн, щодо яких необхідно застосувати заходи другого кроку – більш глибокий аналіз для того щоб оцінити їхню вразливість і обґрунтувати дієві заходи подальшої економічної політики. Механізм попередження містить матрицю макроекономічних і макрофіскальних індикаторів (Scoreboard) для ранньої ідентифікації та своєчасного моніторингу внутрішніх і зовнішніх дисбалансів.

Основою фіскальної стійкості є стійкість функціонування реального сектору економіки. При забезпеченні фіскальної стійкості економіки важливу роль відіграють підприємства критичної інфраструктури, їх ресурсна спроможність та забезпечення належного захисту в умовах ведення бойових дій. Формування сучасної системи захисту таких підприємств здійснюється з урахуванням накопиченого досвіду і нових підходів держав – членів ЄС. Імплементация положень Директиви (ЄС) 2022/2557 від 14.12.2022 допоможе упорядкувати перелік підприємств, установ і закладів критичної інфраструктури, провести оцінку ризиків таких об'єктів, унормувати заходи для підвищення їхньої стійкості відповідно до вимог *acquis* ЄС.

Встановлено, що ритмічне надходження офіційного фінансування сприяло зростанню міжнародних резервів до історично рекордного рівня (39 млрд дол США), підтримці фіскальної стійкості тощо. Завдяки зовнішній підтримці Уряд мав

змогу покривати значний дефіцит державного бюджету без залучення емісійного фінансування. Подальша міжнародна фінансова допомога залишається критично важливою для підтримання макрофінансової стабільності. Для відновлення середньострокової стійкості державного боргу необхідне підвищення частки безповоротної міжнародної допомоги (гранти). Функціонування стійкої економіки України можливе лише в умовах міцної тривалої безпеки, яку гарантують розвинуті держави демократичного світу. Країни G7 на саміті НАТО у Вільнюсі погодили рамковий документ щодо гарантій безпеки для України - Спільну декларацію про підтримку України (12 липня 2023 р.). Це поки що не конкретні параметри гарантій безпеки, а лише їхня рамка, котра має бути втілена в конкретні двосторонні договори з метою правової формалізації підтримки України через конкретні безпекові зобов'язання. Наразі жоден з таких двосторонніх договорів не укладено. Зростання економіки держави прискориться за реалізації масштабних проектів відбудови України. Водночас найсуттєвіший позитивний вплив на економічний розвиток матиме насамперед зниження безпекових ризиків, що дасть змогу відновити оптимальні логістичні шляхи, розширити виробництво й експорт, наростити масштаби інвестування.

На основі аналізу діяльності фіскальних рад країн ЄС у період пандемічного та постпандемічного розвитку запропоновано створити в Україні фіскальну раду на базі Агентства з управління державним боргом, розширивши його повноваження шляхом покладення таких функцій, як оцінка бюджетної політики, моніторинг макроекономічної стабільності, економічний аналіз та прогнозування, оцінка ризиків та стабільності публічних фінансів або її функціонал може бути передано Бюджетному офісу Верховної Ради України, котрий має бути створено в рамках впровадження Пропозиції до Плану відновлення України Робочої групи Національної ради з відновлення від наслідків війни згідно з п. 5.4 "Підвищення ефективності парламентського контролю у сфері публічних фінансів через створення". Цей орган має бути незалежним, професійним та відкритим перед громадськістю, щоб забезпечити максимальну користь для країни.

7. І. Серед загальних перспектив удосконалення фіскального регулювання у період воєнного стану та повоєнного економічного відновлення України одним із ключових є проведення податкових реформ, які зміцнять державні фінанси та зосередять увагу на стратегічних пріоритетах ЄС, включаючи зелений і цифровий перехід і розвиток обороноздатності.

Мобілізація внутрішніх доходів держави в контексті нововведень у сфері адміністрування податків та фінансового моніторингу є однією з пріоритетних цілей державної фіскальної політики, спрямованої на формування можливостей в економічному просторі країни та запобігання ризикам, з цим пов'язаних.

Рекомендовано уточнити ключові пріоритети національної стабілізаційної податкової політики в Україні в умовах воєнного стану та повоєнного відновлення:

- забезпечення антикризової фіскальної бази в умовах поширення глобальних та національних ризиків невизначеності, крихкості державного устрою; підвищення рівня податкових та митних послуг до європейських стандартів, боротьба з тор-

гівлею нелегально ввезеними в країну товарами, неформальною зайнятістю, опортуністичною поведінкою, реформи оподаткування для післявоєнної реконструкції та інвестицій, впровадження прозорих податкових норм та правил, запобігання та протидія агресивному податковому плануванню, ухиленню від сплати податків через незареєстровані операції, а також реформування спрощеної системи оподаткування, використання прозорих правозастосовних механізмів, норм адміністрування обов'язкових платежів, міжнародних стандартів фіскальних правил;

- згуртованість ділової активності всіх гілок влади шляхом зміцнення національного інституційного простору в контексті перспектив детінізації економіки України, що передбачає впровадження непрямих методів визначення об'єкта оподаткування та відповідних податкових зобов'язань, комплексу заходів, спрямованих на отримання детальної та достовірної інформації щодо діяльності платника з джерел, відмінних від документів звітності та бухгалтерського обліку платника;

- імплементація стандартів FATF; упровадження заходів щодо боротьби з відмиванням грошей (Anti-Money Laundering, AML) для підвищення рівня дотримання податкового законодавства та боротьби з податковими злочинами; запровадження підходу до боротьби з відмиванням грошей, що ґрунтується на оцінці ризику;

- подолання корупції, яка існувала в Україні до війни, зокрема в органах державної податкової адміністрації, де найнебезпечніший тип корупції пов'язаний з владою олігархів, що отримали активи внаслідок посткомуністичної приватизації;

- гармонізація вітчизняного податкового законодавства з нормами ЄС в умовах дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС і подання заявки на вступ до ЄС за прискороною процедурою.

II. У коротко- та середньостроковій перспективі буде впроваджено політичні й законодавчі заходи, які пов'язуватимуть податкові та інші стимули з потенційними національними вигодами і, наскільки це можливо, усунуть усі зайві податкові пільги та канікули. Намір полягає в тому, щоб реалізувати напрями реформи доходів, які є ретельно спланованими та базуються на фактичних даних. Одна з основних цілей Стратегії – збільшення дохідної бази. Серед іншого, шляхом стимулювання формалізації великого неформального сектору, буде вжито цілеспрямовані заходи щодо мікро-, малих та середніх підприємств.

Стратегія орієнтована на успішне впровадження реформ управління державними фінансами за підтримки низки партнерів з розвитку, таких як МВФ, ЄС, Світовий банк та інші дружні установи. Українська влада чітко задекларувала наміри щодо зміцнення фіскальної стійкості:

- утримуватись від прийняття рішень, які б зменшували податкові надходження, розмивали базу оподаткування або підривали довіру до державних фінансів;

- забезпечувати повне відображення дивідендів державних підприємств;

- здійснювати контроль за простроченими податковими зобов'язаннями, у т. ч. з боку державних підприємств, а також із відшкодування ПДВ;

- посилювати заходи контролю та адміністрування з метою збільшення прозорості й обмеження можливості ухилення від оподаткування, зокрема через мінімі-

зацію розмивання бази ПДФО через спрощену систему третьої групи, подальше впровадження автоматичного обміну інформації для цілей оподаткування тощо;

– гарантувати належне управління та прозорість (аудит) коштів спеціального фонду з ліквідації наслідків російської агресії.

У рамках післявоєнної реконструкції вирішення проблем управління фінансовими змінами для розумного, сталого та інклюзивного економічного зростання видається ключовим. З цією метою застосовуватимуться заходи протидії відмиванню доходів, одержаних злочинним шляхом, для підвищення рівня дотримання податкового законодавства та боротьби з податковими злочинами.

Стратегічним напрямом Рекомендацій FATF є розвиток міжнародного співробітництва. Подібно до відмивання грошей інтернаціональні схеми часто використовуються для ухилення від сплати податків і агресивного планування. Мається на увазі навмисне зменшення оподаткованого доходу та багатства. Тому в діяльності податкових органів потрібно вжити заходи стосовно ефективного обміну інформацією фінансової розвідки для виявлення ухилень від сплати податків.

III. На Україну та її народ у статусі країни – кандидата на вступ до Європейського Союзу, чекають не менш важкі випробування, ніж під час воєнного стану та в періоду післявоєнної відбудови. Рух до наступного етапу розвитку буде здійснюватися через науково-технічну революцію, у ході якої впроваджуватимуться інновації. Забезпечуватиметься інтеграція цифрових технологій у практику управління, що потребуватиме нових підходів до реалізації бюджетно-податкової політики в країні:

- забезпечення прозорості витрачання коштів на відбудову України;
- оновлення системи фінансальних правил;
- стримування державних витрат і обмеження державного боргу;
- поетапне впровадження середньострокового бюджетного планування;
- покращання управління фінансальними ризиками;
- підвищення ролі результатних показників у складі цільових показників бюджетних програм.

IV. Трансформація інституційного середовища має відбуватися за такими вкрай важливими напрямками реалізація практичних заходів, спрямованих на протидію загрозам протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутку з-під оподаткування в середньо- та довгостроковій перспективі.

1. Радикальні зміни в діяльності ДПС України, що мають бути відображені виокремленим спеціальним розділом при розробленні та реалізації Національної стратегії доходів на 2024–2030 роки.

1.1. Підвищення рівня добровільної сплати податків та мінімізації фізичних контактів між представниками контролюючих органів і платниками податків необхідно якісно пришвидшити диджиталізацію процедур податкового та митного адміністрування й розширити перелік онлайн-послуг для платників, доступних в електронному кабінеті, надання узагальнюючих податкових консультацій для забезпечення єдиного підходу до застосування податкового законодавства та зниження темпів поширення епідемій.

2. Впровадження заходів щодо боротьби з відмиванням грошей (AML) для підвищення рівня дотримання податкового законодавства та боротьби з податковими злочинами (виявлення осіб, які ухиляються від сплати податків, запровадження стримувальних санкцій, прозорість ділової активності платників податків, правозастосування). Відмивання грошей та податкові злочини зазвичай пов'язані з приховуванням, використанням удаваних угод, методів обфускації (obfuscation – навмисне спотворення) або іншим маскуванням незаконних чи оподатковуваних доходів. Аналогічно податкові злочини спрямовані на приховування від податкових органів оподаткованого доходу, ухиляючись від декларування.

2.1. З боку державних податкових та митних органів необхідно посилити протидію: використанню підставних компаній; зловживанням у рамках діяльності трастових та інших подібних юридичних структур; поширенню фінансових послуг професійних посередників, офіційних і неформальних номінальних директорів та акціонерів; реалізації шахрайських операцій та легалізації їх у бухгалтерському обліку.

2.2. Розширення міжнародного співробітництва є одним зі стратегічних напрямів Рекомендацій FATF. Податкова адміністрація має негайно посилити вектор реалізації розроблених міжнародними організаціями інструментів, котрі спрямовані на превенцію: використання банківської таємниці; незаконного переміщення коштів по всьому світу, особливо в офшорні податкові притулки та юрисдикції.

2.3. У діяльності податкових органів слід вжити заходів щодо результативного обміну фінансовою розвідувальною інформацією для виявлення ухилення від сплати податків. Податкові органи повинні мати доступ до інформації FIUs (Financial Intelligence Units – підрозділи фінансової розвідки) з метою податкового адміністрування.

3. Зміна преференційної політики в бік зменшення суми пільг та категорії їх отримувачів.

3.1. Світова практика доводить, що ключовим напрямом реформування пільгового оподаткування є використання концептуальних засад податкових витрат. Ідеться про ідентифікацію адміністрування бюджетних програм (цілепокладання, оптимізацію витрат, контроль тощо) та податкових пільг. Останні, по суті, є законодавчо дозволеним фінансовим ресурсом, що залишається в розпорядженні платника податків замість сплати у дохідну частину бюджету. Тому поняття “податкові витрати” постає за змістом аналогом “бюджетної програми”. Практичні аспекти впровадження й реалізації концепції податкових витрат: мінімізація впливу на доходи бюджет; використання в діяльності ДПС концепції управління комплаєнс-ризиком для запобігання застосуванню агресивного податкового планування тими з них, на котрих податкові пільги не поширюються; максимальна податкова підтримка галузей, котрі братимуть найактивнішу участь у повоєнній розбудові економіки (будівництво, сільське господарство, виробництво тощо). При цьому при розробленні податкових пільг слід ураху-

вати, що відповідно до компонента Pillar 2 глобальна мінімальна ставка оподаткування становить 15 %.

3.2. Удосконалення прозорості та підзвітності щодо застосування податкових соціальних пільг.

4. Гармонізація законодавства України з наднаціональними нормами ЄС

8. Період виникнення гострої респіраторної хвороби COVID-19 спричинив глобалізацію фінансових ризиків, що відзначається суттєвим погіршенням показників надходження до загального фонду державного бюджету та зниженням інтенсивності економічних процесів в цілому.

Впродовж періоду поширення пандемії відбувалося зменшення планових показників доходів майже за всіма видами податкових і неподаткових надходжень, що вплинуло на позитивне виконання дохідної частини бюджету. Крім того, виконання планових показників Державного бюджету України у 2020 р. зумовлено одноразовими надходженнями, які не мали системного характеру та відбулися під впливом виконання рішення Стокгольмського арбітражу. Попри виконання планових показників Державного бюджету України, у 2020 р. відбулося суттєве зменшення реальних надходжень порівняно з фактичними даними 2019 р., зокрема за такими видами доходів як ПДВ із ввезених товарів, ППП, частина чистого прибутку та дивіденди державних підприємств. Ключовим фінансовим ризиком, що зумовив зменшення обсягу сплати ПДВ із ввезених товарів у 2020 р. стало зниження обсягів оподатковуваного імпорту. Запроваджені карантинні обмеження в березні 2020 р. вплинули на погіршення фінансових результатів підприємств та зменшення надходжень з податку на прибуток. Найбільш вразливим видом доходів державного бюджету до наслідків пандемії COVID-19 виявилися надходження частини чистого прибутку державних підприємств та дивідендів на державну частку.

Пандемія COVID-19 мала суттєвий негативний вплив на процес планування діяльності державних підприємств та стабільність наповнення дохідної частини державного бюджету. Це зумовило актуалізацію механізмів управління фінансовими ризиками задля цілей національної економічної безпеки.

Однією з ключових інформаційних основ для управління фінансовими ризиками є фінансовий план державних підприємств. Джерелами інформації для планування як на загальнодержавному, так і на мікрорівні є, зокрема, дані фінансової звітності суб'єктів господарювання державного сектору економіки. Ретроспективна та перспективна інформація для формування фінансового плану державних підприємств продукується в системі бухгалтерського обліку, який забезпечує ідентифікацію та систематизацію даних щодо видів податків та обсягів понесених платежів.

Ефективність і якість планування як функції управління залежать від достовірності, об'єктивності та релевантності даних бухгалтерського обліку (фінансового та управлінського), показники якого наповнюють рядки форм звітності, планів та стратегій. Країни ОЕСР застосовують єдину ідеологію в управлінні фінансовими ризиками, яку можна окреслити як захист державних фінансів від можливого макроекономічного шоку. Це дає змогу застосовувати її як надійний інструмент

ризик-менеджменту в умовах пандемії COVID-19 та розвитку глобальної економіки. Однак існують відмінності в підходах до прогнозування та нівелювання негативного впливу невизначеності на фінанси країни через особливості внутрішнього законодавчого регулювання та реагування на макроекономічні виклики і загрози; фінансової стійкості; наявності та розмірів нерозподілених бюджетних резервів; масштабів існуючих державних гарантій.

Кожна з країн ОЕСР визнає ідентифікацію фінансальних ризиків як обов'язок та широко впроваджує оцінювання ефективності власного фінансального прогнозування. Відмінними залишаються лише організаційна структура управління та підходи до оцінки фінансальних ризиків. Масштабним явищем в країнах ОЕСР стало розкриття інформації про фінансальні ризики на етапі формування державного бюджету країн, де особлива увага приділяється питанням прогнозування, аналізу та нівелювання впливу на економіку країни.

Міжнародний досвід показує, що впровадженню ефективного ризик-менеджменту сприяє застосування норм професійних та міжнародних стандартів, які пропонують алгоритм дій за певних обставин. Такі стандарти забезпечують інформаційне підґрунтя для прийняття рішення про найбільш раціональний підхід в управлінні ризиками, також можуть застосовуватися для прийняття рішення щодо визначених ризиків або здійснення вибору між декількома варіантами.

Ключовими заходами з управління фінансальними ризиками державних підприємств та нівелювання їх впливу на економіку країни в міжнародній практиці є: зміцнення грошових потоків державних підприємств з негайним впливом на бюджет, зміцнення балансу державних підприємств, спрощення запозичень для державних підприємств та залучення приватних інвесторів. Це допоможе отримати додатковий капітал та досвід ефективного управління; надання фінансової допомоги з боку держави на покриття боргових зобов'язань.

Реалізація заходів фінансальної та монетарної політики для нівелювання впливу COVID-19 та сталого постпандемічного відновлення вимагає релевантної фінансової інформації, яка достовірно відображає фінансовий стан країни. Державна фінансова і бюджетна звітність, складена з використанням міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в державному секторі та за методом нарахування, є надійним джерелом такої інформації.

9. Запровадження МСФЗ на державних підприємствах має сприяти підвищенню якості бухгалтерського обліку та фінансової звітності. Водночас чинне нормативно-правове забезпечення їх економічної діяльності, з одного боку, перешкоджає запровадженню МСФЗ чи використанню переваг їх застосування, а з другого – у деяких господарських ситуаціях або аспектах підготовки інформації (наприклад, при визначенні вартості державних послуг, формуванні тарифів) норми МСФЗ не враховують вимог управління державним сектором. Як результат, система бухгалтерського обліку і фінансової звітності не повною мірою виконує завдання, які ставить управління держпідприємствами, зокрема в частині фінансальних ризиків.

Зазначене стосується і планування діяльності державних підприємств. Застосовуючи методологію МСФЗ при формуванні планових показників, чинні нормативні документи не враховують особливості економіки таких підприємств та тим самим посилюють фінансові ризики, пов'язані з їх діяльністю. Про цю колізію зазначається в оглядах ОЕСР.

Обґрунтованість управлінських рішень залежить від достовірності, повноти та актуальності інформації, на основі якої вони приймаються. Це твердження справедливим за умов звичайної діяльності підприємства та особливо під час економічної кризи, спричиненої пандемією COVID-19. Загальновідомо, що така інформація продукується інформаційною системою управління. Бухгалтерський облік є її ключовою ланкою. Однак відповідно до сучасного наукового розуміння змісту управління підприємством облік не розглядається як основна (загальна) його функція.

Бухгалтерський облік, як обслуговуюча функція та інформаційна основа управління, відіграє важливу роль в управлінні фінансовими ризиками. Держпідприємства є потенційним джерелом фінансових ризиків на макrorівні економіки через можливі втрати державного бюджету через відсутність об'єктивної інформації про фінансові результати їхньої діяльності, а отже, недонаходження податків до бюджету. Економічні наслідки пандемії COVID-19 посилюють значення вдосконалення інформаційного забезпечення управлінських рішень.

Як джерело оцінки допустимості державної допомоги застосовується звітність суб'єктів господарювання, найважливішою складовою якої є фінансова звітність та дані поточного бухгалтерського обліку. Інформаційне забезпечення оцінки критеріїв надання державної допомоги підприємствам, визначених відповідно до норм національного законодавства, не враховують повною мірою особливості розкриття відповідної інформації у фінансових звітах, складених за МСФЗ. На відміну від МСБО/МСФЗ Законом № 1555-VII визначено 9 основних форм реалізації державної допомоги. Відмінність у класифікації видів підтримки підприємств може спричинити інформаційну асиметрію при проведенні подальших заходів з оцінки ефективності використання підприємством виділених в рамках державної програми допомоги коштів.

В умовах пандемії коронавірусної хвороби до оціночних показників, на основі яких ухвалюватимуться рішення про надання державної допомоги, могли бути віднесені показники, що характеризують резилієнтність та корпоративну соціальну відповідальність підприємств. У цьому контексті методологічним базисом розкриття інформації суб'єктами господарювання можуть слугувати визнані міжнародні підходи, зокрема:

- стандарти МСФЗ С1, МСФЗ С2 (розроблені Радою з міжнародних стандартів сталого розвитку). Фінансова інформація, пов'язана зі сталим розвитком, є ширшою за дані фінансових звітів загального призначення та може включати інформацію щодо таких напрямів (п.6 МСФЗ С1): стратегія управління ризиками, пов'язаними зі сталим розвитком; інформація про рішення суб'єктів господарювання, які можуть призвести до надходжень або вибуття активів у майбут-

ньому, які не відповідають критеріям визнання у фінансовій звітності; репутація, результати та перспективи діяльності суб'єкта звітування як наслідок взаємодії з навколишнім ESG середовищем; розвиток активів, створення яких базується на знаннях (knowledge-based assets). Стандарт МСФЗ С2 вимагатиме від підприємств розкриття інформації про те, яким чином зміна клімату вплине на бізнес-модель, стратегію та грошові надходження у коротко-, середньо- або довгостроковій перспективі, залучення фінансування та вартість капіталу;

- стандарти ESRS (розроблені на виконання розпорядження Європейської Комісії у контексті Директиви 2022/2464). Стандарти ESRS включають: загальні стандарти (ESRS 1 “Загальні вимоги”; ESRS 2 “Загальні розкриття”); екологічні стандарти (ESRS E1 “Зміна клімату”; ESRS E2 “Забруднення”; ESRS E3 “Водні та морські ресурси”; ESRS E4 “Біорізноманіття та екосистеми”; ESRS E5 “Використання ресурсів та циркулярна економіка”); соціальні стандарти (ESRS S1 “Власна робоча сила”; ESRS S2 “Працівники у ланцюгу створення вартості”; ESRS S3 “Спільноти (громади), на які вчиняється вплив”; ESRS S4 “Споживачі та кінцеві користувачі”); стандарти з корпоративного управління (ESRS G1 “Ведення бізнесу”).

Запровадження цих документів в Україні сприятиме посиленню прогностичної цінності даних підприємств, що допоможе підвищити ефективність прийняття рішень про надання державної фінансової допомоги.

Забезпечення необхідних передумов підготовки якісної нефінансової звітності зумовлено такими чинниками:

- звітність підприємств є надійним джерелом інформації для прийняття управлінських рішень, зокрема щодо надання державної фінансової допомоги на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб;
- високоякісна та порівнянна звітність суб'єктів державного та приватного секторів відіграє важливу роль у виконання Порядку денного 2030;
- якісна нефінансова звітність (у т. ч. звітність зі сталого розвитку) є основою для довгострокового інвестування та залучення ПІІ до економіки країн. Зазначена теза зумовлена тим, що рішення щодо фінансування довгострокових інвестиційних проєктів повинне базуватись на надійних даних, тобто інвестори мають довіряти інформації, яку вони отримують.

У контексті розвитку концепції якості нефінансової звітності та її відображення в нормативних документах різного рівня зауважимо, що, попри глобальний рівень її поширення, на сьогодні не сформульовано чіткого розуміння дефініції якості нефінансової звітності як підґрунтя побудови системи її оцінки. Проведений бібліографічний аналіз дав змогу сформулювати дефініцію “якість нефінансової звітності”: комплексна (сукупна) властивість фінансових та нефінансових даних звітності, що характеризується відповідністю інформації переліку критеріїв. Під оцінкою якості нефінансової звітності розуміємо процес встановлення відповідності даних звітності визначеному переліку якісних характеристик, до яких належать: релевантність, порівнянність, зрозумілість, орієнтованість на зацікавлених

користувачів, відповідність сталому розвитку, суттєвість. Оцінювання доцільно проводити на основі критеріїв, які визначають відповідність наведеним якісним характеристикам. Результатом оцінювання якості нефінансової звітності є кількісний показник, що пояснює сукупне дотримання якісних характеристик та відображає синергійний ефект додержання всіх її встановлених характеристик, які підлягають оцінці.

10. В Україні активно відбуваються процеси щодо формування ефективної системи контролю за діяльністю державних підприємств через послідовність етапів, що включають складання, затвердження та контроль виконання фінансових планів. Для цього створено інституціональні та організаційні передумови, зокрема:

- визначення на національному рівні політики управління державними підприємствами, яка спрямована на реформування їхньої діяльності;
- формування система нормативно-правового забезпечення про управління об'єктами державної власності;
- методологічне забезпечення управління Міністерством економіки України об'єктами державної власності з урахуванням чинного порядку фінансування за рахунок коштів Державного бюджету України (крім власних та/або залучених коштів);
- наявність сучасних інформаційних технологій, які здатні надавати інформацію про діяльність державних підприємств за всіма аспектами (управління, фінансування, планування, обліку, аудиту) та забезпечити можливість здійснення державного аудиту;
- забезпечення прозорості в державному секторі, зокрема з питань порядку призначення та оплати праці керівників, створення на них наглядових рад приватизації;
- підвищення рівня достовірності та розкриття інформації через оприлюднення аудированої річної фінансової звітності та висновку незалежних зовнішніх аудиторів;
- ухвалення Стратегії модернізації системи бухгалтерського обліку та фінансової звітності в держсекторі до 2025 р;
- застосування визначеними законодавством підприємствами Міжнародних стандартів фінансової звітності;
- запровадження системи електронного звітування Prozvit.

При цьому слід враховувати, що держава, приймаючи у рамках реалізації загальнодержавної політики управління та контролю за діяльністю державних підприємств різноманітні нормативно-правові акти, виступає орієнтиром для формування політики фінансового планування діяльності державних підприємств на локальному рівні. Особливості процесу складання, затвердження та контролю виконання фінансових планів є предметом подальшого дослідження, результати якого слугуватимуть методологічним базисом для подальшої ідентифікації інформаційного забезпечення планування діяльності державних підприємств.

Основною метою складання фінансового плану державного підприємства виступає визначення основних показників економічної діяльності, джерел та напрямів використання коштів. Він є елементом управління діяльністю та визначає напрями формування, перерозподілу й використання фінансових ресурсів. У свою чергу, через систему контролю, яка включає складання, затвердження та контроль виконання фінансових планів, держава як власник впливає на діяльність держпідприємств задля отримання очікуваних результатів від вкладених фінансових ресурсів.

Управління фінансовими ризиками державних підприємств передбачає виявлення, оцінку та пом'якшення потенційних фінансових ризиків для забезпечення їх стабільності та стійкості. Це зумовлює необхідність забезпечення підзвітності та прозорості діяльності держпідприємств. Точність та достовірність оцінки фінансових ризиків, зумовлених їхньою діяльністю залежать від якості їх фінансових та нефінансових даних.

Завдяки активному управлінню фінансовими ризиками державні підприємства можуть підвищити свою фінансову стійкість, покращити загальну ефективність і зберегти довіру зацікавлених сторін і громадськості. Ефективне управління ризиками має важливе значення для довгострокового успіху та стійкості цих критично важливих суб'єктів економіки.

Проведений компаративний аналіз індикаторів оцінки фінансових ризиків в Україні та МВФ та інформаційного забезпечення їх визначення показав, що в нашій державі створено належні передумови для формування якісних та порівнянних даних для прийняття управлінських рішень державного рівня при прогнозуванні впливу чинників, спричинених невизначеністю (пандемія коронавірусної хвороби, війна, кліматичні зміни), на надходження до державного бюджету. Разом із тим залишається методологічно невизначеним питання інформаційного забезпечення управлінських потреб у частині оцінки впливу нефінансової сторони діяльності державних підприємств (екологічні, соціальні, інституціональні чинники) на ймовірність настання ризиків фінансового характеру.

В Україні система впровадження критеріїв надання державної допомоги та їх застосування перебуває в активній стадії нормативного впорядкування та реалізації на практиці. Аналіз національного законодавства у досліджуваній сфері дозволив виокремити такі напрями врегулювання надання державної підтримки суб'єктам господарювання: встановлення загальних засад реалізації державної допомоги та здійснення контролю за доцільністю її виділення; регулювання надання державних пільг суб'єктам господарювання; регулювання надання фінансування, спрямованого на підтримку діяльності підприємств; визначення порядку надання грантів суб'єктам господарювання. Разом із тим національна система контролю державної допомоги потребує вдосконалення, зокрема в частині забезпечення прозорості та підзвітності використання бюджетних коштів. Першим кроком у розв'язанні наведеного завдання є відновлення функціонування системи моніторингу державної допомоги та контролю за допустимістю її надання суб'єктам господарювання че-

рез внесення відповідних змін до Закону України “Про державну допомогу суб’єктам господарювання”.

Дослідження міжнародних підходів та національного нормативного впорядкування процесу надання фінансової допомоги показує суттєву різницю, яка полягає в тому, що у країнах ЄС створено потужні передумови належного нагляду за доцільністю використання коштів, транспарентності прийнятих рішень та підзвітності заявників. Водночас в Україні процес оцінки допустимості державної допомоги здебільшого зводиться до визначення переліку критеріїв за відсутності конкретних показників та методик їх розрахунку. Тож вважаємо за необхідне формування чітких параметрів оцінювання надання державної фінансової допомоги. Крім визначених на законодавчому рівні критеріїв, на рівні місцевих органів, які безпосередньо приймають рішення про надання державної фінансової допомоги, необхідно чітко формулювання цілей надання коштів, встановлення повноважень державних органів влади щодо процедури їх надання та моніторингу використання.

Досвід ЄС демонструє загальну тенденцію до посилення інформаційного забезпечення прийняття рішень щодо надання державної допомоги підприємствам через створення інфраструктури звітування про сталий розвиток. З метою підвищення інформаційної звітності підприємств України в контексті розрахунку оціночних показників для надання державної допомоги та оцінки її доцільності необхідно імплементувати до українського законодавства директивні вимоги ЄС, зокрема Директиви 2022/2464.

Відсутність уніфікованого підходу до розкриття інформації у нефінансовій звітності підприємств та належного організаційно-методичного інструментарію забезпечення якості даних призводить до інформаційної асиметрії та зниження імовірності отримання підприємством державної фінансової допомоги. Це вимагає розбудови потужної системи внутрішнього аудиту в частині оцінювання якості нефінансової звітності (звітності про сталий розвиток). Задля розв’язання цих завдань запропоновано проєкт Методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств щодо розкриття інформації для обґрунтування надання державної підтримки на подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб. Метою цього документа є надання настанов підприємствам щодо порядку проведення оцінки якості нефінансової звітності та особливостей її організації. Методика включає три розділи: Загальні положення; Порядок оцінки якості нефінансової звітності; Організація оцінки якості нефінансової звітності на підприємстві. Запропонована Методика спрямована на надання допомоги підприємствам при формуванні якісного інформаційного забезпечення для залучення додаткового фінансування, зокрема державної фінансової допомоги в умовах подолання наслідків пандемії особливо небезпечних інфекційних хвороб. Саме тому організація такої оцінки покладається на службу внутрішнього аудиту.

Організаційний етап проведення оцінки якості нефінансової звітності включає такі елементи: визначення відповідальної особи; уточнення чинних (розроблення нових) організаційних регламентів функціонування служби внутрішнього аудиту

на підприємстві (положення про службу внутрішнього аудиту, посадові інструкції працівників служби внутрішнього аудиту, програма внутрішнього аудиту, план реалізації аудиторських завдань, порядок формування та затвердження звітів з проведеного внутрішнього аудиту тощо); створення специфічних робочих документів внутрішнього аудитора. Основними процедурами ідентифікації елементів завдання з оцінки якості нефінансової звітності: опитування, дослідження поточного стану галузі діяльності підприємства, перегляд внутрішніх організаційних регламентів діяльності підприємства у сфері ведення бухгалтерського обліку та складання звітності.

11. Методичні напрацювання ГФІ у сфері управління та оцінки фінансовими ризиками враховують виклики сьогодення (екологічні, соціальні, економічні, інституціональні). Разом із тим, попри той факт, що в Європі наразі триває одна з найбільших та найжорстокіших війн із часів Другої світової війни, немає методичних напрацювань щодо оцінки впливу війни на посилення фінансових ризиків, хоч вони і є очевидними. Доцільним є подальше вдосконалення міжнародних рамок підходів та напрацювань у частині створення документа роз'яснювального характеру щодо оцінки фінансових ризиків, спричинених війною в Україні. Така конкретизація пов'язана з тим, що внаслідок війни в Україні постраждала велика кількість глобальних ланцюгів постачання та створення вартості, що негативно впливає на фінансову стійкість ряду країн.

Достовірність результатів оцінки фінансових ризиків, спричинених державними підприємствами, залежить від якості інформаційного забезпечення, зокрема фінансової звітності загального призначення. Сучасні тенденції у сфері оцінки впливу на фінансову стабільність держави чинників різного порядку вказують на те, що враховувати потрібно показники не лише економічної, а й соціальної та екологічної результативності. Це зумовлює необхідність розширення інформаційної бази процесу управління ризиками (у т. ч. фінансовими) на рівні держави. Зокрема, таким джерелом даних можуть слугувати звіти державних підприємств про сталий розвиток. Ця наукова гіпотеза потребує подальшого емпіричного доведення (обґрунтування переліку відповідних індикаторів, що характеризують вплив на діяльність державних підприємств екологічних, соціальних чинників; аналіз інформаційних джерел розрахунку цих індикаторів).

В умовах негативного впливу невизначеності, спричиненої пандемією коронавірусної хвороби, війни, на діяльність державних підприємств важливим інструментом підвищення ефективності управління фінансовими ризиками є уніфікація підходів до встановлення індикаторів оцінки відповідних ризиків та інформаційного забезпечення їх розрахунку. У цьому контексті врегулювання питання підготовки державними підприємствами звітності про сталий розвиток, встановлення уніфікованого орієнтовного переліку індикаторів, що характеризують вплив невизначеності на економічну результативність діяльності, дасть змогу розширити та посилити інформаційну базу оцінки та аналізу фінансових ризиків на рівні держави.

Перевагою запропонованого переліку індикаторів є необтяжливість у розрахунках та наявність інформаційного забезпечення розкриття (фінансова звітність, звіт про управління, звіт про сталий розвиток, статистична звітність тощо).

У вітчизняній практиці існує ряд прогалин, пов'язаних із забезпеченням транспарентності процесу надання державної допомоги підприємствам. Одним із інструментів посилення прозорості прийняття рішень у цій сфері є впорядкування методичних аспектів оцінки доцільності державної допомоги, що враховує особливості програм підтримки, через розроблення відповідного документа. Зазначений документ повинен мати розпорядчий характер та бути затвердженим Кабінетом Міністрів України. Його запровадження створить умови для уніфікації підходів до оцінки доцільності й допустимості державної допомоги, посилить обґрунтованість ухвалення рішень щодо її надання. Такий документ має надавати можливість визначити допустимість надання допомоги підприємствам крізь призму не лише їх економічної цінності, а й резиліентності та внеску в подолання кризових явищ.

Вирішення окресленої проблеми з урахуванням загальної спрямованості дослідження оціночних показників для надання державної фінансової підтримки підприємствам в умовах пандемії COVID-19 реалізовано через розроблення проекту Порядку проведення оцінки допустимості державної допомоги на подолання наслідків, спричинених особливо небезпечними інфекційними хворобами. У представленому документі визначено процедуру проведення оцінки на основі трьох груп критеріїв (спеціальні критерії допустимості державної допомоги, встановлені нормативно-правовими актами України у розрізі типів допомоги; критерії оцінки внеску підприємства у подолання особливо небезпечних інфекційних хвороб; критерії оцінки впливу особливо небезпечних інфекційних хвороб на діяльність підприємств).

Проведене емпіричне дослідження дало змогу ідентифікувати проблемні аспекти регламентації звітування підприємств України з питань сталого розвитку та резиліентності через апробацію методики оцінки якості нефінансової звітності підприємств-респондентів. Розроблено такі пропозиції:

- у вітчизняних нормативно-правових актах визначити перелік обов'язкових загальних та галузевих показників звітності, які найповніше розкривають суттєву інформації щодо діяльності компанії та її впливу;
- визначити мінімальний та розширений перелік обов'язкових загальних та галузевих показників звітності для компаній;
- передбачити в переліку обов'язкових показників такі, які б розкривали інформацію про виконання підприємствами завдань національного розвитку ЦСР, враховуючи міжнародні стандарти (звіти з прогресу Глобального договору ООН, Європейські стандарти звітування зі сталого розвитку);
- визначити органи державної влади, до сфери управління яких належать питання збору нефінансової звітності, аналізу поданої інформації, контролю за дотриманням норм законодавства щодо підготовки такої звітності (ця функція може бути покладена на центральний орган виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері бухгалтерського обліку та фінансової звітності);

- провести освітні заходи щодо підготовки нефінансової звітності, відзначення кращих підприємств, які готують нефінансову звітність та поширення практики оцінки якості звітності та її інтеграції до систем внутрішнього аудиту суб'єктів господарювання.

12. У контексті подолання наслідків пандемії COVID-19 та задля регулювання економіки під час повномасштабного вторгнення РФ в Україні важливо розробити злагоджену систему фінансової та монетарної політики, спираючись на успішний досвід та позитивні практики розвинутих країн світу. У світі реалізовано низку заходів фінансової та монетарної політики, які сприяли пом'якшенню впливів пандемії на реальну економіку та фінансову систему.

Серйозною проблемою на початку пандемії виступила практична відсутність страхування довгострокових ризиків для приватного сектору, що зумовило зростання відчутності наслідків коронавірусної кризи та вразливості бізнесів. Зокрема, на початку пандемії особливою проблемою для компаній, які працюють у приватному секторі, виявився брак ліквідності. Відповідно, уряди реалізували систему заходів для швидкої реакції на кризу ліквідності.

Варто зауважити, що у більшості країнах Європи фінансовий сектор увійшов в період пандемії із достатньо зміцнілими балансами, що зумовлено успіхом фінансових реформ останнього десятиліття. Тому заходи пандемічної фінансової та монетарної політики мали здебільшого характер реагування. Водночас існувала певна неоднорідність заходів, які застосовувалися для боротьби з наслідками COVID-19 на національному рівні.

Експертами Європейської ради системних ризиків визначено три пріоритетні напрями політики, націленої на подолання наслідків пандемії COVID-19, а саме:

- систематичні заходи з метою моніторингу прийнятності боргу та підвищення прозорості балансів банківських установ;
- цільові заходи з метою підтримки належного рівня ліквідності та платоспроможності національних економік, координація національних стратегій та політик;
- розгляд різних сценаріїв зміни ступеня неплатоспроможності та добір потенційно дієвих заходів з метою регулювання.

З огляду на попередній аналіз зарубіжного досвіду застосування заходів монетарної та фінансової політики задля подолання наслідків пандемії COVID-19, для економіки України можемо запропонувати застосування таких груп заходів та інструментів.

Заходи прямого впливу: розвиток механізму державних мораторіїв та державних гарантій; упровадження та стимулювання реалізації грантових програм; розроблення системи податкових пільг та стимулів.

Заходи непрямого впливу: становлення національних пріоритетів фінансової та монетарної політики відповідно до міжнародних принципів та пріоритетів сталого розвитку; реалізація державних політик сталого розвитку; здійснення галузевих та секторальних стратегій на державному та регіональному рівнях.

Заходи прямого впливу дають змогу виокремити цільові сфери та сектори, які потребують стимулювання. Систематична й узгоджена реалізація відповідних програм дозволить підтримати вітчизняний бізнес та інвесторів у напрямі подолання наслідків COVID-19 та реалізації програм повоєнної відбудови. Зокрема, у короткостроковій перспективі важливо звернути на можливість запровадження системи державних гарантій, компенсації процентів за кредитами або продовження терміну їх виплат. Крім того, на державному та регіональному рівні доцільно було б розглянути можливості перенесення термінів сплати окремих податків для представників бізнесу діяльність яких спрямована на економічне відновлення та соціальний розвиток. У контексті реалізації програм повоєнного відновлення доцільно розглянути можливість упровадження механізму часткового або повного звільнення представників окремих секторів або індустрій від оподаткування. Такий стимул допоможе їм у відновленні своєї ділової активності до довоєнного рівня та технологізувати виробничі процеси. Відповідно, наступне відновлення оподаткування дасть змогу створити дієву базу для поповнення місцевого та державного бюджетів на довгострокову перспективу. Крім того, на державному рівні доцільно розглянути можливість прямої взаємодії держави з працівниками шляхом стимулювання робіт, націлених на повоєнну відбудову згідно з принципами сталого розвитку.

Реалізація прямих інструментів та заходів фінансової політики має відбуватися паралельно із приведенням у відповідність із міжнародними стандартами сталого розвитку національної політики та стратегій постковідного відновлення і повоєнної відбудови економіки України.

13. Упродовж 2020–2021 рр. ситуація в Україні формувалася під впливом низки криз економічного, фінансового та соціального характеру. В умовах кризи, спричиненої пандемією, економічна активність державного сектору виступила суттєвою складовою стійкості вітчизняного економічного середовища. Держсектор відіграв помітну роль у подоланні наслідків COVID-19 на національному, регіональному й місцевому рівні. Поясненням цього є те, що держава як найбільший власник активів в Україні історично відіграє важливу роль у функціонуванні вітчизняної економіки.

Інституціональні засади діяльності держпідприємств визначаються на рівні державної політики, яку проводять суб'єкти управління об'єктами державної власності. Держава здійснює управління згідно передбачених заходів внутрішньої і зовнішньої політики. Проведене дослідження макроекономічного регулювання діяльності державних підприємств в умовах поширення пандемії COVID-19 дало змогу дійти висновків, що нормативно-правове поле діяльності державних підприємств є ґрунтовним, враховує рекомендації міжнародних організацій; наявні цілі та засоби загальнодержавної політики реформування діяльності державних підприємств; відбувається процес удосконалення національного нормативно-правового забезпечення.

На загальнодержавному рівні в Україні створено стратегічні інституціональні передумови забезпечення ефективності діяльності держпідприємств, законодавчо закріплено стратегічну мету та завдання загальнодержавної політики управління державними підприємствами, які відповідають міжнародним підходам у цій сфері,

тим самим закладені інституціональні підвалини зниження ризиковості їх діяльності. На період пандемії коронавірусної хвороби (COVID-19) було прийнято програмні документи та внесено зміни до національного законодавства, спрямовані на створення додаткових гарантій (соціальних та економічних).

В Україні існують передумови та виклики продовження процесу удосконалення регулювання державних підприємств. Насамперед слід наголосити на великій кількості нормативно-правових документів з питань управління об'єктами державної власності та корпоративними правами держави; приватизації та передачі права державної та комунальної власності; дивідендної політики держави; транспарентності діяльності державних підприємств. Наслідком цього є наявність таких негативних наслідків, як колізійні норми; часта зміна та прийняття нових нормативних актів; розгалуженість системи суб'єктів управління державними підприємствами.

Управління діяльністю держпідприємств з питань запобігання фінансовим ризикам на макрорівні реалізується через створення та удосконалення системи регулювання їх функціонуванням на національному рівні в контексті рекомендацій міжнародних організацій, зокрема ОЕСР, Світового банку, ООН, МВФ. Міжнародні організації розробляють методологічну основу розроблення національної стратегії управління фінансовими ризиками, зумовлених діяльністю державних підприємств.

В Україні сформована система оцінки фінансових ризиків, контролю за діяльністю державних підприємств та забезпечення їх прозорості та підзвітності, які відповідають рекомендаціям міжнародних документів в цій сфері. Ефективність управління фінансовими ризиками, спричиненими державними підприємствами, досягається через системне дотримання відповідного законодавства у поєднанні із загальним реформуванням бюджетного сектору. У подальшому важливо, щоб встановлені норми, спрямовані на виявлення, попередження і захист від фінансових ризиків системно застосовувалися та продовжували удосконалюватися.

Державна фінансова допомога підприємствам відіграє вирішальну роль у пом'якшенні економічних наслідків впливу надзвичайних подій, таких як пандемія COVID-19, та стабілізації економіки, забезпечуючи підтримку економічної активності суб'єктів господарювання. Інформація, що характеризує вплив пандемії на діяльність підприємств у сфері державної допомоги, виступає важливим та необхідним процедурним інструментом, який сприяє ефективності, результативності й транспарентності процесу ухвалені рішення про надання державної фінансової допомоги.

Важливою особливістю механізму виділення державної допомоги в країнах ЄС є створення передумов належного нагляду за доцільністю використання коштів, транспарентності прийнятих рішень та підзвітності заявників. Інформаційне забезпечення розкриття даних підприємствами, які подають заявки до участі до участі в програмах державної допомоги, базується на розкритті достовірної інформації про поточний стан фінансово-господарської діяльності та перспективи розвитку. Тим самим створено потужну інфраструктуру звітування компаній, яка

включає фінансову звітність загального призначення, звіт про управління та в його складі (або як окремий документ) звіт про сталий розвиток. Саме останній має прогностичну цінність для користувачів і допомагає зробити висновки, з одного боку, про внесок підприємств у подолання наслідків кризових явищ (наприклад, пандемії COVID-19), а з другого – визначити силу впливу таких явищ на діяльність суб'єктів. Запровадження в Україні звітності підприємств про сталий розвиток як джерела оцінки допустимості державної допомоги через імплементацію директивних вимог ЄС становить перспективний напрям подальших досліджень.

Україна як країна, якій надано статус кандидата на вступ до ЄС просувається вперед у процесі адаптації національного нормативно-правового забезпечення до європейського законодавства, що спрямовує увагу науковців, законодавців, бізнесу та громадянської спільноти до міжнародних напрацювань та кращих практик задля визначення напрямів удосконалення національного законодавства. Узагальнення роботи міжнародних інституцій дало змогу зробити висновок про наявність проблем процесу регулювання розкриття підприємствами інформації щодо внеску в досягнення ЦСР в Україні, зокрема про те, що на державному рівні корпоративна звітність у частині звіту про управління або звіту керівництва не розглядається як інформаційне джерело забезпечення національної системи моніторингу досягнення ЦСР, а також відсутність методології оцінки якості нефінансової звітності, котра, крім іншого, може виступати джерелом інформації обґрунтування надання державної підтримки, зокрема щодо подолання наслідків пандемії COVID-19.

14. Сучасний світ характеризується зростанням нестабільності та невизначеності економічної динаміки, що зумовлено низкою факторів, найбільш важливими серед яких є суперечності формування інформаційно-мережевої економіки; розгортання кризових явищ, пов'язаних з пандемією COVID-19, гібридною війною Росії проти України, що внаслідок підтримки України Заходом має глобальний характер, та кліматичними змінами. Зростання невизначеності суттєво впливає на динаміку довіри та її взаємозв'язок з макроекономічними, монетарними і фінансовими параметрами. Забезпечення стабільності фінансово-економічної динаміки позитивно позначається на рівні довіри, а останній утворює підґрунтя для стабільності економіки, і навпаки, нестабільність знижує довіру, що негативно відображається на фінансово-економічній динаміці. У цьому взаємозв'язку довіра відіграє основоположну роль і має більш глибинний характер та довший лаг у реагуванні на зміни. За певною межею цей процес набуває мультиплікаційного характеру, породжуючи кризу, параметричну і структурну невизначеність динаміки довіри.

Аналіз взаємозв'язку довіри й монетарної стабільності в умовах пандемії COVID-19 і гібридної війни Росії проти України показує надзвичайно важливу роль дій владних структур, зокрема монетарної та фінансової влади, у підтриманні довіри населення і суб'єктів господарювання в умовах посилення ризиків і невизначеності економічного розвитку. Навіть наочна і зростаюча диспропорційність економіки може поєднуватися зі збереженням довіри, якщо економічні параметри, що стосуються безпосередньо життя людей, залишаються відносно стабільними, а

влада демонструє суспільству здатність контролювати ситуацію. Однак така ситуація не може стосуватися довго- і навіть середньострокового періоду, бо в цьому випадку працює ефект відсування ризиків на майбутнє, що може в кінцевому підсумку мати катастрофічні наслідки.

Для забезпечення монетарної стабільності й безпеки ключове значення має процес монетизації економіки, який повинен розумітися не тільки як введення грошей в економіку для її насичення, а і як протилежний процес перетворення вартості в гроші. Таке розуміння монетизації як двоєдиного процесу дає змогу розрізнити інклюзивну монетизацію, яка дозволяє суб'єктам господарювання одержати гроші для підтримання і розвитку свої економічної діяльності, а населенню – для задоволення споживчих потреб, і сегрегативну глобалізацію, яка призводить до накопичення грошових статків у незначній групі людей і недостатності грошових коштів для економічної діяльності й задоволення нормальних споживчих потреб у решти населення. Таке трактування монетизації охоплює також розуміння таких сучасних процесів, як монетизація пільг, боргів, знань, здібностей тощо.

Структурована і збалансована за всіма складовим монетизація економіки є необхідною умовою монетарної безпеки і стійкості економічного розвитку. Для досягнення цього необхідне сумісно-розділене фінансово-монетарне таргетування, початковою основою якого є забезпечення стабільності грошової одиниці.

В умовах зростання невизначеності та монетарно-фінансових ризиків режим таргетування інфляції стає неадекватним економічній ситуації, оскільки має своєю умовою цілий комплекс умов, що характеризують пропорційність і збалансованість економіки, якої не існує в умовах невизначеності та кризової динаміки. Тому актуальним стає перехід до розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, в якому інфляція (внутрішня стабільність) контролюється у взаємозв'язку з динамікою обмінного курсу (зовнішня стабільність) і яке має стати базовим інструментом забезпечення довіри і монетарної та фінансової безпеки в умовах зростання невизначеності та ризиків, пов'язаних з дією дестабілізуючих чинників.

Монетарна влада має спільно-розділений характер і субординовано розподілена між різними владними суб'єктами в монетарній сфері. В Україні головним монетарним інститутом і суб'єктом є НБУ. Він несе інституційну відповідальність за стабільність грошової одиниці. Але рішення, які впливають на монетарну сферу, ухвалюють також Верховна Рада України, Президент України, Уряд України та міністерства економіки і фінансів. Довіра до інститутів монетарної влади також має спільно-розділений характер, але не має такої чіткості, як розподіл повноважень між суб'єктами монетарної влади.

Систематичних і спеціалізованих вимірів довіри до інститутів монетарної влади не ведеться, але аналіз показує, що вона в умовах кризових ситуацій тісно кореспондується з довірою до органів державної влади, які впливають на кризову ситуацію, і до банків. Тому можна здійснювати непряму оцінку довіри до інститутів монетарної влади за цими показниками. Потрібно відрізнити оцінку довіри на основі опитувань, яка фіксує суб'єктивно-психологічне відношення до об'єктів

довіри, і оцінку довіри на основі реальної поведінки суб'єктів. Значні відмінності в таких оцінках свідчать про проблеми у відношеннях монетарної влади з економічними реаліями. Доцільними є дослідження, які вивчають підстави довіри до владних суб'єктів, в т. ч. до монетарної влади. Це можна зробити шляхом включення до анкет питань, у відповіді на які респондент може ранжувати наведені в анкетах можливі варіанти цих відповідей.

В умовах зростання невизначеності й ризиків економічного розвитку досвід впливу пандемії COVID-19 на довіру може бути використаний для прогнозування поведінкових реакцій суб'єктів господарювання та населення на різноманітні шоки.

В умовах посилення невизначеності розвитку і перехресчування монетарного і фіскального простору зростає значення координації монетарної та фіскальної політики, бо монетарні рішення починають безпосередньо впливати на фіскальну сферу, а фіскальні рішення – на монетарний простір. У такій ситуації навіть розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці виявляється недостатнім. Необхідним стає монетарно-фіскальне таргетування. Метою такого таргетування є забезпечення засобами фіскальної та монетарної політики стабільності грошової одиниці та інклюзивна монетизація економіки, яка на відміну від сегрегативної монетизації створює умови для повноцінної участі суб'єктів господарювання і населення у створенні національного продукту та розподілі доходів відповідно до статусу і реального вкладу в соціально-економічний розвиток.

Монетарно-фіскальне таргетування включає субординований контроль за взаємопов'язаною динамікою: інфляції, обмінного курсу, дефіциту/профіциту державного бюджету, дефіциту/профіциту платіжного балансу. Залежно від конкретної ситуації кожний з цих параметрів може ставати як проміжною метою, так і засобом для забезпечення резиліентності та безпеки соціально-економічної динаміки. Монетарно-фіскальне таргетування є інструментом забезпечення довіри населення до фіскально-монетарної влади в умовах посилення невизначеності розвитку і відсутності загальних правил (крім правила адекватності політики новим реаліям, яка з'ясовується лише постфактум).

Запровадження монетарно-фіскального таргетування зумовлює необхідність формування фахових знань і здібностей на основі результатів фундаментальних досліджень закономірностей соціально-економічного розвитку, зміни макроекономічної структури, взаємодії монетарної та фіскальної сфер, поведінкової економіки і підготовки на цьому підґрунті висококваліфікованих фахівців, здатних з'ясовувати сутність і зовнішні форми нестандартних взаємодій і процесів та пропонувати адекватні ситуації рішення, а також перебудови всієї інституційної архітектури монетарно-фіскальної сфери.

15. Найбільш поширеним монетарним режимом (Monetary Policy Frameworks) у світі є валютне таргетування – прив'язка курсу національної грошової одиниці до іншої іноземної валюти, або валют. Частка таких режимів у глобальній структурі монетарних режимів становить 41,5 % (2021 р.). Майже удвічі меншим за поширеністю монетарним режимом є режим ІТ. Його дотримуються 23,3 % країн-членів

МВФ. Частка монетарних режимів, класифікованих як “інші” (22,3 %), поступається частці ІТ лише на 1 в. п. Таргетування монетарних агрегатів здійснює 13,0 % країн, при цьому його застосовує друга економіка світу (Китай). Протягом 2008–2021 рр. найбільш динамічно у світі зростало використання “інших монетарних режимів”. Їхня частка за цей час збільшилася на 15,9 в. п., від 6,4 до 22,3 %. Наведене відбувалося на тлі скорочення частки режимів, що базуються на валютному таргетуванні: їхня вага за наведений період скоротилася на 17,6 в. п. – від 59,1 до 41,5 %. У глобальній структурі курсових режимів (Exchange Rate Arrangements) домінують режими курсової прив’язки. Їхня частка у 2021 р не лише становила 60,7 %, а й збільшилася на 4,7 в. п. відносно 2013 р. Частка плаваючих курсових режимів є майже удвічі меншою, причому за наведений період вона знизилася від 34,0 до 33,2 %.

Порівняння часток валютного таргетування (монетарні режими) (41,7 %) та режимів курсової прив’язки (60,7 %) дає підстави вважати, що принаймні 19 % країн світу поєднують одночасно таргетування валютного курсу та інших показників. Це наочно спростовує поширене в Україні уявлення про неможливість одночасного таргетування кількох цільових індикаторів. Приклади такого множинного таргетування демонструють економічно впливові країни, зокрема Китай та Швейцарія.

Конфігурацію, яку до початку широкомасштабної війни застосовувала Україна (монетарний режим – ІТ, курсовий режим – курсове плавання), у світі використовує 36 країн, тобто лише 18,7 % загальної кількості, обстежуваних МВФ. Решта країн застосовують інші типи поєднання монетарних та курсових режимів. Причому до таких країн належать і ті, що дотримуються ІТ, але не вважають доцільним його поєднання з курсовим плаванням власних валют. Це свідчить, що монетарно-курсний вибір України “ІТ – курсове плавання” не є ні загальним правилом, ні найбільш поширеною світовою практикою.

Зазначене вище дає змогу порушити питання щодо цільового використання в Україні режиму валютного контролю на противагу вільному руху капіталу, на який до початку широкомасштабної війни орієнтувався НБУ. Вибір конкретних конфігурацій монетарних та курсових режимів прямо залежить від реальних курсових загроз та ризиків, на які наражається певна економіка. Плаваючі курсові режими в цьому розумінні є привілеєм країн, які мають підвищений рівень економічної конкурентоспроможності, що відображається, серед іншого, у їхніх високих суверенних рейтингах. На противагу таким країнам економіки з низькими суверенними рейтингами змушені вдаватися до тих чи інших заходів курсового захисту своїх національних валют, що призводить до їхнього цільового таргетування із одночасним використанням специфічних заходів валютного контролю.

Україна має високу валютно-курсону вразливість зумовлену стійкими структурними вадами, які проявляються у вигляді: низької конкурентоспроможності, яка походить від слабкості державних інститутів в частині забезпечення здорового бізнес-середовища; високих суверенних ризиків ведення бізнесу; спеціалізації національного виробництва на випуску та експорті спрощених видів продукції з низькою часткою доданої вартості; залежності від імпорту технологічно складних і

тому більш дорогих товарів та послуг; відсутності фондового ринку – якщо відношення акцій, які торгуються на ринку, до ВВП у світовій економіці становить 83,8 % (2019 р.), то в Україні воно фактично дорівнює нулю. За таких обставин у потенційного інвестора просто нема можливості мінімізувати свої ризики під час входження на національний ринок; підвищеного рівня торговельної відкритості в частині як експорту, так й імпорту товарів та послуг; високої доларизації національної економіки. Як наслідок, будь-які суттєві курсові коливання гривні спричиняють серйозний дестабілізуючий вплив і на фінансовий сектор, і на вітчизняне виробництво.

Унаслідок глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. у світовій практиці відбувся відхід від використання жорсткої версії ІТ на користь гнучкого ІТ, яке визнає доцільність встановлення та раціонального балансування кількох цілей монетарної політики, які, крім інфляції, передбачають необхідність підтримки економічного зростання.

Потрібна оцінка ефективності впровадження в Україні жорсткої версії ІТ, зважаючи на те, що:

- протягом усього часу його застосування країна щороку потребувала зовнішньої допомоги від міжнародних організацій для забезпечення курсової динаміки гривні, а відтак, і цінової та фінансової стабільності. Така практика не лише суперечить базовій ідеї жорсткого ІТ щодо балансуєчих ефектів гнучкого курсоутворення, а й не дає змоги позбутися боргової та політичної залежності країни, яка колись була приводом для безкомпромісної критики фіксованого курсу гривні;
- накопичення НБУ міжнародних резервів та здійснення ним валютних інтервенцій вказує на усвідомлення цього факту. Проте наголос на неможливості одночасного досягнення курсових та інфляційних цілей свідчить лише про часткове його визнання. Це також підтверджувало цілеспрямоване пом'якшення контролю над виводом з країни приватного капіталу, яке відбувалося в умовах війни та внутрішнього дефіциту валютних ресурсів;
- монетизація та кредитування національної економіки під час застосування жорсткого ІТ впали до рівнів 1990-х років. Мінімізація інфляції при цьому супроводжувалася не кредитним й економічним бумом, а уповільненням виробництва й навіть його падінням. Монетарна політика за цих умов не змогла запропонувати ні дієвих антикризових інструментів, ні механізмів уникнення кризи, як такої. За визнанням НБУ, залежність монетарної політики від офіційного кредитування й зовнішніх стабілізаційних програм залишалася при цьому критичною.

В Україні впровадження ІТ відбувалося на тлі спрощених уявлень щодо дієвості ринкових механізмів та обмеження державного управління. Тому воно виявилось позбавленим низки добре відомих у міжнародній практиці інституційних можливостей. Зокрема, в Україні фактично не працюють інститути розвитку, державні банки не мають специфічних функцій щодо акумулювання та цільового перерозподілу фінансових ресурсів, не розвинута практика експортного кредитування та

страхування, не створено державних фондів для нівелювання зовнішніх шоків на експортну сировину, відсутні бюджетні правила щодо формування і використання таких фондів, лібералізація транскордонного руху капіталу відбувалася на фоні війни, нереформованої правоохоронної системи та спекулятивних суверенних рейтингів країни

Урегулювання зазначених питань має розглядатись як невід'ємна складова підвищення ефективності монетарної політики центрального банку України.

До переліку повоєнних монетарних правил доцільно внести такі окремі положення:

- запровадження гнучкого ІТ, яке передбачає спрямування монетарної політики на утримання цільового рівня інфляції та застосування спеціальних засобів стимулювання економічного зростання;
- встановлення коридора цільової інфляції на рівні $7 \pm 2,5$ %, який враховує не лише необхідність контролю за динамікою цін, а й кореспондує з історично максимальними темпами зростання реального ВВП країни;
- визначення валютного режиму гривні як “стабілізаційного”, що відповідає майже 10-річній практиці цільової підтримки її курсу з боку офіційних кредиторів України, а також передбаченим у межах поточної стабілізаційної програми з МВФ зусиллям щодо обмеження небажаної девальвації вітчизняної грошової одиниці на горизонті планових подій;
- встановлення цільового орієнтира накопичення міжнародних резервів, обсяг яких – з урахуванням активного зовнішнього фінансування бюджетних потреб – має, принаймні покривати величину зовнішнього державного боргу країни;
- упровадження режиму валютного контролю, який забезпечує пріоритетне задоволення критичних валютних потреб країни та сприяє поступовому нагромадженню необхідного обсягу міжнародних резервів.

До переліку повоєнних фінансових правил варто внести такі окремі положення:

- визначення цільових траєкторій зниження бюджетного дефіциту, а також державного та гарантованого державою боргу до рівня, визначеного Бюджетним кодексом України;
- визначення податково-бюджетних заходів, а також їхніх термінів для досягнення зазначених фінансових цілей;
- утворення/визначення незалежної інституції для здійснення макроекономічних прогнозів, необхідних для реалізації безперервного бюджетного процесу;
- покладання на зазначену інституцію функції незалежного оцінювача ефективності податково-бюджетної політики;
- узгодження монетарних та фінансових прогнозів, а також покладених у їхню основу припущень у рамках Ради з фінансової стабільності.

16. Пандемія коронавірусу викликала серйозні потрясіння в царині грошово-кредитних відносин і створила нові та посилила традиційні ризики для акторів даної галузі (до якої, в тій або іншій мірі, відносяться усі учасники економічних відносин). Втім, розглядаючи якісну сторону проблеми, можна вказати, що згадані ризики по-

діляються насамперед на i) ризики для самої монетарної політики та ii) ризики, що виникають внаслідок проведення монетарної політики, які створюють загрози для відповідних секторів економіки (найчастіше для фінансово-банківської системи) і повертаються до органів монетарної влади у вигляді нових викликів, які вимагатимуть певної корекції їх політики в царині грошово-кредитних відносин.

Як економічні наслідки COVID-19 в цілому, так і потрясіння, викликані пандемією в монетарній політиці, неоднакові в розвинутих та країнах, що розвиваються, або країнах з висхідними ринками. Значною мірою, це зумовлено різним рівнем інституційного розвитку фінансово-банківської системи та монетарної влади центральних банків. Однак нехтування новими ризиками призвело також до серйозних наслідків навіть у провідних країнах глобальної фінансової системи (зокрема, США та Швейцарії), хоч економічний потенціал урядів та регулятивних органів дав змогу їм утримати ситуацію під контролем.

Ризики, які виникли в умовах пандемії коронавірусу та внаслідок антипандемічних заходів мають як загальний макроекономічний, так і специфічний, у нашому випадку фінансовий, характер. Між цими ризиками існує складний взаємозв'язок: вони можуть існувати паралельно, а можуть викликати ризики наступного, вищого рівня. Наприклад, фінансові ризики (кредитний, валютний, процентний) при їх загостренні продукують ризики ліквідності та дефолту, які, у свою чергу, провокують системні ризики. Системні ризики фінансово-банківської системи переростають у ризик стагфляції та економічної кризи для усіх галузей. Ступінь загрози цих ризиків вимірюється не тільки їх потенційною руйнівною силою, а й імовірністю негативних наслідків. На основі проведеного аналізу подій під час пандемії ми оцінюємо вплив ідентифікованих ризиків на глобальну економіку наступним чином. Звісно, в окремих країнах, враховуючи їх специфіку співвідношення між ризиками відрізняється. Утім, загальна закономірність, на нашу думку, в цілому зберігається.

Отже, проведений аналіз підтверджує думку про те, що зміцнення фінансової стабільності є важливим для стійкості економіки до негативних шоків.

Незважаючи на офіційне проголошення кінця пандемії, тривалий вплив COVID-19 залишається невідомим, особливо тому, що уряди припинили підтримку, пов'язану з пандемією. Вторинні наслідки кризи, такі як порушення ланцюга поставок, інфляційний тиск і підвищення процентних ставок, а також поточне падіння євро та різноманітні коливання валют, продовжують впливати на економіку. Тим більше, що руйнівна сила пандемії коронавірусу в Україні та світі змінилася ще більшими загрозами, обумовленими повномасштабним російським вторгненням.

Маніпулювання ключовими процентними ставками залишалося важливим (можливо, головним) інструментом монетарної політики центральних банків, який активно використовувався для боротьби з наслідками пандемії коронавірусу. Водночас пандемія виявила слабкість та обмеженість цього інструменту в умовах слабкості трансмісійного механізму не тільки в країнах з висхідними економіками, а й у розвинутих економіках. Враховуючи це, центральні банки в умовах боротьби з викликами пандемії активно використовували інші інструменти (зокрема

нетрадиційні програми кредитування та зміни резервних вимог), які у поєднанні з процентною політикою вели до бажаних результатів. Сама процентна політика також зазнала певних змін, будучи спрямованою не стільки на придушення інфляції (особливо на першому етапі пандемії), скільки на підтримку економічної діяльності ринкових агентів.

Однак на наступних етапах, експансіоністська та адаптаційна фінансова та монетарна політика, яку країни та регіони запровадили у відповідь на пандемію коронавірусу, призвела до створення надлишкового попиту, який перевищив потенційну спроможність пропозиції їхніх економік. Поточна глобальна інфляція переважно може бути пов'язана з такими змінами попиту. Це пов'язано з тим, що коли країни та регіони почали виходити з пандемії, вони насамперед стикнулися з різким зростанням цін на товари та енергоносії. Таким чином, для імпортерів товарів та енергоресурсів, таких як Японія та країни Європи, інфляція була спричинена факторами, що підштовхують витрати після зростання цін на імпортні товари.

Отже, загроза інфляції (а в багатьох випадках – стагфляції, тобто поєднання інфляції та економічної рецесії) примушує ЦБ повертатися до більш традиційної жорсткої процентної політики. Утім, ураховуючи постійне зниження глобальних реальних процентних ставок, труднощі з підвищенням очікуваної інфляції, неефективність квазіфінансових інструментів на нульовій межі та, зрештою, важливість наявності інструменту одностороннього контролю для незалежності центрального банку, створюють сильний імператив проактивної підготовки до високоїмовірного поширення від'ємних процентних ставок. Але цей прогноз може бути правильним для розвинутих економік, тоді як для країн з висхідними ринками актуальним залишається завдання економічного розвитку, для чого, як показав пандемічний досвід, необхідні процентні стимули для збільшення кредитування.

Після того як інфляційне таргетування стало розглядатись як загальновизнаний метод здійснення монетарної політики і до світової фінансової кризи 2007–2009 рр. існував своєрідний консенсус стосовно того, що монетарна політика загалом може досягти оптимальної стабілізації виробництва незалежно від напрямку фінансової політики. Утім, необхідність комплексного реагування на шок від кризи, а потім – від коронакризи докорінно змінили ситуацію. Питання про координацію монетарної та фінансової політики повернулися до порядку денного урядів, центральних банків та МФО.

Досвід країн з висхідною економікою у сфері координації монетарної та фінансової політики можна поділити на той, імплементація якого може бути здійснена безпосередньо центральним банком та урядом або міністерством фінансів, та той, імплементація яких вимагає загальнополітичних рішень відповідних органів влади (парламентом або президентом) або/та законодавчих змін.

Передусім організаційно найлегше імплементувати ті приклади координації, коли центральний банк, виходячи з загальної макроекономічної ситуації та своєї відповідальності за її стабілізацію використовує власні інструменти монетарної та кредитної політики для підтримки ширших державних заходів реагування на

пандемію COVID-19. Така практика охоплює два виміри, які вийшли далеко за межі традиційного розуміння ролі центральних банків в розробленні та реалізації макроекономічної політики. По-перше, це стосується використання інструментів грошово-кредитної політики для полегшення фіскального простору. По-друге, мається на увазі, використання монетарних інструментів для стимулювання або спрямування кредитних потоків до цільових нефінансових секторів. При цьому слід врахувати, що такий досвід характерний не тільки для економік з висхідними ринками, але навіть більше для розвинутих економік (у т. ч. ЄС).

Щодо висхідних економік, то ЦБ таких країн обмежували свої операції з придбання активів, головним чином, у тих випадках, коли були змушені вжити пруденційних заходів для захисту національних валют від впливу капіталу, в т. ч. через надання валютних своп-ліній і репо. Тобто обмеженням використання цього досвіду для НБУ може бути відмова від режиму вільно плаваючого валютного курсу гривні (тобто на практиці – ухилення від відповідальності за зовнішню ціну гривні). У зв'язку з цим, на нашу думку, НБУ повинен у практичній роботі одночасно здійснювати заходи, спрямовані на досягнення усіх визначених законом цілей, дотримуючись відповідної ієрархії пріоритетів, але не зосереджуючись лише на виконанні одного завдання (цінової стабільності).

Досвід координації монетарної та фіскальної політики провідних країн з висхідними ринками може бути використаний в Україні з урахуванням її євроінтеграційних прагнень та необхідності поступового адаптування правил та норм діяльності та взаємодії центрального банку та уряду до стандартів ЄС. Але і враховуючи такі обмеження, існують правила та традиції такої взаємодії, які можна імплементувати в практику українських органів монетарної та фіскальної політики. У деяких випадках вони вимагають змін законодавства, але і чинна законодавча база залишає багато простору для змін внутрішніх правил уряду та Національного банку, а головне – практики їх взаємодії, які дадуть змогу забезпечити більш глибоку та ефективну координацію грошово-кредитної та фіскальної політики.

Враховуючи міжнародний досвід (зокрема провідних країн з висхідною економікою) можна рекомендувати, щоб НБУ розглядав курсову стабільність, як елемент стабільності гривні й здійснював необхідні заходи (маніпулювання процентною ставкою, валютні інтервенції) з метою її забезпечення в межах певних параметрів. Такі параметри повинні бути заздалегідь узгоджені з урядом, який зі свого боку, вживатиме заходи тарифного та нетарифного регулювання та інвестиційного контролю для того, щоб забезпечити середньострокову стабільність попиту та пропозиції іноземної валюти, стійкість платіжного балансу країни. У подальшому слід розглянути питання про розширення мандату центрального банку країни (НБУ), маючи на увазі віднесення до його обов'язків підтримки економічного зростання та трудової зайнятості населення.

З цією метою пропонується ініціювати відповідні зміни та уточнення до законодавства України. Передусім це стосується положень Конституції України, в якій ст. 99 пропонується викласти в такій редакції :

“Стаття 99. Грошовою одиницею України є гривня.

Забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності грошової одиниці з метою сприяння сталому та інклюзивному економічному зростанню є основною функцією центрального банку держави – Національного банку України”.

Разом із тим, розуміючи складність внесення змін до Конституції, вважаємо, що чинна редакція цієї статті, у принципі, дає змогу виправити ситуацію шляхом внесення змін до спеціальних законів. Пропонуємо ст. 6 Закону “Про Національний банк України” викласти в такій редакції:

“Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України.

При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із необхідності досягнення як зовнішньої (валютного курсу), так і внутрішньої (прийнятний рівень інфляції цін) стабільності грошової одиниці України, при пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі.

Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, в т. ч. стабільності банківської системи.

Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України шляхом узгодження грошово-кредитної та фінансової політики в рамках роботи спеціальної координаційної ради, утвореною Кабінетом Міністрів України.

У випадку неможливості одночасного досягнення вказаних вище цілей, пріоритетність визначатиметься інтересами національної економічної безпеки”.

На практиці, ймовірно, відповідність згаданих пріоритетів інтересам національної безпеки, за такої необхідності, може визначатися на засіданні Ради національної безпеки та оборони. У випадку, якщо Національний банк не погодиться на включення зовнішньої стабільності гривні (валютного курсу) до переліку цілей його грошово-кредитної політики, логічним видається рішення про те, що функції валютного контролю у фінансово-банківському секторі повинні перейти до органу банківського (фінансового) нагляду, а в нефінансовому секторі – до податкової адміністрації. Питання валютно-курсової політики можна передати міністерству фінансів та/або міністерству економіки. Зрозуміло, перед цим, слід значно зменшити доларизацію української економіки та забезпечити функціонування ринкового механізму курсоутворення (включаючи інструменти захисту від валютно-курсових ризиків). При цьому НБУ не усувається з валютного ринку і як “банк уряду” виконуватиме необхідні операції для підтримки урядової валютно-курсової політики.

Нарешті (але не в останню чергу за значенням), доцільно невідкладно налагодити механізм дієвої координації монетарної та фінансової політики держави. З цієї метою:

- підписати та реалізувати на практиці Угоду про співробітництво між НБУ та Міністерством фінансів щодо координації грошово-кредитної та фінансової політики;

- ввести представника Міністерства фінансів до Ради НБУ (з подальшою імплементацією подібної норми до законодавства з тим, щоб такий представник обіймав це місце автоматично за своєю посадою);
- створити (можливо, при Раді національної безпеки та оборони України) автономну Раду фінансово-економічної безпеки, до якої, за посадою, входять керівники міністерства фінансів, міністерства економіки, НБУ та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку).

Вже зараз можна запровадити практику зустрічі керівника НБУ не тільки з Міністром фінансів, а й з іншими високопосадовцями, зокрема з Першим віце-прем'єром та міністром економіки. При цьому можна рекомендувати, щоб порядок денний та варіанти спільних рішень попередньо узгоджувалися на зустрічах заступників Голови та Міністра. У свою чергу, ідентифікація проблемних питань та потенційні “точки дотику” повинні з'ясовуватися керівниками відповідних департаментів у робочому порядку.

17. У світовій практиці центральні банки можуть застосовувати різні цільові індикатори своєї монетарної політики. У регіоні Європи найпоширенішим цільовим індикатором монетарної політики центральних банків є інфляція – 60 %, друге місце посідає обмінний курс – 32, монетарні агрегати таргетують 4 % банків, інші таргети – теж 4 % банків. В Україні пріоритетною ціллю діяльності центрального банку є досягнення умов цінової стабільності, а безпосереднім цільовим показником – річний темп інфляції. Значення цільового показника станом на жовтень 2023 року встановлено на рівні 5 % за рік (як середньостроковий орієнтир), а діапазон допустимих відхилень ± 1 в. п..

Досягнення цілей монетарної політики здійснюється за допомогою інструментів монетарної політики (ключової процентної ставки) та реалізується через традиційні та нетрадиційні канали монетарної трансмісії. Канали монетарної трансмісії – механізми, за допомогою яких грошова політика, включаючи рішення центрального банку щодо процентних ставок та грошового обсягу, впливають на реальну економіку й інфляцію. Канали монетарної трансмісії допомагають пояснити, як зміни в грошовій політиці впливають на різні аспекти економічної активності.

Монетарна трансмісія є процесом передачі імпульсів монетарної політики на реальну економіку (зокрема на рівень цін) і реалізується через фінансові ринки. Тому потужність її механізму визначається розвинутістю фінансових ринків (ринків кредитування, депозитів, цінних паперів тощо). Слабкість механізму монетарної трансмісії загрожує формуванням дисбалансів фінансової сфери та може призводити до виникнення фінансових криз.

Традиційні канали монетарної трансмісії включають ринки кредитування, банківських заощаджень, цінних паперів; нетрадиційні – оприлюднення рішень центрального банку з метою впливу на поведінку суб'єктів ринків (канал ринкових очікувань). Звичайна монетарна трансмісія – це здатність ключової ставки центрального банку впливати на процентні ставки фінансових ринків, і далі – на попит і пропозицію товарних ринків та інфляцію.

Дієздатність каналу ринкових очікувань є похідною від ефективності традиційних каналів монетарної політики і залежить рівня ринкового розвитку економіки, довіри економічних суб'єктів до політики центрального банку, наявності структурних шоків в економіці.

Ключовими традиційними каналами монетарної трансмісії є: кредитний, депозитний, або канал заощаджень, валютний, фондовий.

Принцип дії монетарної трансмісії полягає в тому, щоб змінюючи ціну грошей в економіці (виміром якої є ключова процентна ставка центрального банку) впливати на попит та ціни. Ключова процентна ставка впливає на кожен з каналів трансмісії, але механізм її дії проявляється по-різному.

Кредитний канал. Підвищення ключової процентної ставки збільшує вартість грошового ресурсу для банків, які, у свою чергу, підвищують вартість кредитів для бізнесу. В цілому це гальмує попит, економічну активність та зростання цін. Зниження ключової процентної ставки, навпаки, зменшує вартість грошового ресурсу для банків, які, у свою чергу зменшують вартість кредитів для бізнесу та населення, тим самим стимулюючи попит та економічну активність.

Депозитний канал. Зниження ставок за депозитами стримує схильність населення до зберігання коштів у банківських депозитах, що підживляє споживання та попит. Однак, коли банківська система є надміру ліквідною, або коли реальний сектор не може запропонувати платоспроможного попиту на кредити, підвищення ключової процентної ставки не призводить до пропорційного зростання депозитних ставок.

Фондовий канал. Підвищення ключової процентної ставки прямо пропорційно впливає на вартість боргових цінних паперів та обернено пропорційно на ціну акцій підприємств. Зниження доступності позичкового капіталу обмежує інвестиційні можливості реального сектора, що обмежує сукупний попит.

Валютний канал. Підвищення ключової процентної ставки збільшує різницю в дохідності між активами, номінованими в місцевій та іноземній валютах. У результаті інструменти грошового ринку в національній валюті стають більш привабливими, а попит на такі активи зростає. Збільшення попиту на активи в національній валюті зміцнює обмінний курс. Після цього зміни обмінного курсу впливають на інфляцію, оскільки зміцнення валютного курсу здешевлює імпортні товари і навпаки. Водночас зміцнення обмінного курсу заохочує попит на імпорт, оскільки відносна ціна імпортних товарів падає. Крім того, експорт товарів стає дорожчим, а тому зовнішній попит зменшується. Таким чином, сукупний попит слабшає, а це ще більше штовхає ціни донизу.

Канал очікувань. Суб'єкти господарювання приймають рішення, виходячи з економічних очікувань. Тому інфляційні очікування можуть мати сильний вплив на їхню поведінку і, як наслідок, на інфляцію. Наприклад, компанії визначають обсяг інвестицій на основі очікуваних продажів. Ці рішення визначатимуть сьогоднішній сукупний попит і, таким чином, впливатимуть на інфляцію. Центральний банк може впливати на очікування шляхом проведення комунікаційних заходів щодо оприлюднення перспективної монетарної політики.

Слабкість ефектів монетарної політики щодо інфляції пояснюється низькою дієвістю монетарної трансмісії країн із ринками, що формуються, та тих, які розвиваються, через такі причини: нерозвинутість ринку кредитування та інших фінансових ринків; високий ступінь доларизації економічних відносин; низький рівень довіри до банків та центрального банку; нерозвинутість небанківських інститутів фінансового посередництва. Водночас більш потужний вплив монетарних шоків на скорочення темпів реального ВВП пояснюється низькою фінансовою глибиною економік країн із ринками, що формуються, та тих, які розвиваються, та низьким рівнем їх національних заощаджень. У них, як правило, банківські кредити та власні кошти є єдиним джерелом для розвитку бізнесу. Крім того, фінансові ринки цих країн є вразливими до спекулятивних потоків капіталу, внаслідок чого в періоди турбулентності їм доводиться підвищувати процентні ставки значно вище, ніж диктується продуктивністю реального сектору.

У країн із ринками, що формуються, та тих, які розвиваються, підвищення процентної ставки банківських кредитів відчутніше обмежує виробничу активність, ніж у розвинутих країнах, де бізнес має альтернативні джерела поповнення обігових коштів (акції, облігації тощо) і фінансові ринки не так сильно залежать від змін потоків міжнародного капіталу.

Значна доларизація та недостатньо розвинуті кредитні ринки можуть послаблювати монетарну трансмісію.

Ситуація в Україні доводить, що слабкість каналів монетарної трансмісії стає причиною низької ефективності монетарної політики, призводить до необхідності застосування більш радикальних ("яструбиних") параметрів, що більшою мірою завдають шкоду бізнес-активності та створюють проблеми для фінансової стійкості, ніж досягають інфляційних цілей.

Деформації кредитного каналу монетарної трансмісії можна виявити шляхом порівняння секторної структури витрат із секторною структурою гривневих кредитів та позик. Вплив монетарної політики на ціни економіки буде відповідним лише в тому випадку, коли структура гривневого кредиту збігатиметься зі структурою витрат її секторів, оскільки зміна цін генерується зміною витрат її суб'єктів економіки. Однак в Україні спостерігається гігантський диспаритет між секторною структурою витрат і секторною структурою гривневого кредиту сектор ЗДУ користується понад 60 % гривневого позикового ресурсу, але при цьому здійснює лише 20 % сукупних витрат в економіці. Натомість підприємства, здійснюючи майже 50 % сукупних витрат, отримують лише 26 % гривневого кредиту в економіці, а населення здійснюючи 32 % сукупних витрат, користується лише 13 % позикового гривневого ресурсу економіки. У таких умовах оперування ключовою ставкою як основним інструментом грошово-кредитної політики не здійснює збалансованого впливу на грошову пропозицію, оскільки переважна частина гривневого кредиту дістається сектору, на частку якого припадає лише 20 % ринку товарів та послуг. Оскільки через недосконалість монетарної трансмісії вплив на інфляцію обмежується, то така ситуація загрожує надмірно жорсткою про-

центною політикою, а отже, надмірними і невиправданими втратами в динаміці економічного зростання.

На підставі оцінки ефективності окремих каналів монетарної трансмісії України можна зробити такі висновки.

Щодо каналу міжбанківського кредитування, то його ринок характеризується майже повною відсутністю операцій між комерційними банками. З початком війни понад 99 % операцій міжбанківського ринку становлять операції з вкладання коштів банків у депозитні сертифікати НБУ. Обсяг міжбанківських кредитів становить менше 1 % порівняно з обсягом банківського кредитування бізнесу та населення. Коридор процентних ставок НБУ між депозитними та кредитними операціями перестав існувати як “коридор”, оскільки трансакції міжбанківського ринку за ставкою вище нижньої межі – майже відсутні. Після підвищення облікової ставки до 25 % у червні 2022 р. банки припинили брати кредити рефінансування НБУ, оскільки в кризовій економіці, де реальний попит скоротився на 25 %, немає попиту на позики за такими високими ставками.

Натомість вкладення банків у депозитні сертифікати НБУ з початку війни збільшилися в 5 разів (+400 млрд грн). Надмірна ліквідність банків та високі процентні доходи за зберігання вільних коштів банків у сертифікатах НБУ дестимулюють банки виконувати свою базову функцію фінансового посередництва, що знижує трансмісійні можливості монетарної політики. Міжбанківський ринок у нинішньому його стані, на нашу думку, не здатен передавати монетарні імпульси до фінансових ринків та реальної економіки.

Канал кредитування бізнесу залишається малозначущим для реальних економічних процесів в Україні, оскільки його обсяг (за працюючими банківськими кредитами) становить лише близько 10 % ВВП. Малозначущість кредитного каналу для розвитку бізнес-активності пояснює той факт, що монетарна трансмісія по ньому відбувається нелогічно. Так, у 2021 р. після підвищення облікової ставки на 3 в. п. ставки бізнес-кредитів еластично зросли на 1,8 в. п. Однак, попри зростання ставок за бізнес-кредитами обсяги кредитування підприємств продовжували зростати, що свідчить про відсутність ефективної трансмісії монетарної політики по кредитному каналу – обсяг кредитної грошової пропозиції продовжував збільшуватися, попри підвищення ставок кредитування.

На заваді монетарній трансмісії стоїть також нарощування пільгових кредитів, які надаються в рамках державних програм підтримки кредитування. Частка таких кредитів вже перевищує 50 % загального обсягу кредитних вимог банків до бізнесу.

Канал банківського кредитування населення також залишається малопомітним для реальних споживчих процесів у економіці. В Україні споживчі кредити покривають лише 5 % споживчих витрат населення. Тому навіть за гіпотетичної трансмісії процентних ставок цей канал поки що не здатен помітно вплинути на споживчі витрати. Однією з причин неефективної монетарної трансмісії через ринок кредитування населення є наявність гігантського спреду процентних ставок цього ринку – вони в кілька разів перевищують і рівень інфляції, і рівень облікової ставки НБУ.

Стосовно каналу державних облігацій (фондовий канал), то ринок державних облігацій є основною складовою ринку позикового капіталу України, займаючи понад 60 % його обсягу, а після початку війни – понад 70 %. Операції з ОВДП у річному обсязі торгів на фондовому ринку перевищують 80 %, а з початку війни – 90 %. Починаючи з 2018 р. і дотепер спред процентних ставок на ринку державних облігацій не відображає рівня їхнього ризику. Середня дохідність первинних розміщень державних облігацій майже збігається із середніми банківськими ставками за новими кредитами для бізнесу, які мають значно вищий рівень ризику. У 2023 р. ОВДП торгуються за ставками, що втричі перевищують рівень інфляції. Тобто дохідність на ринку державних облігацій є спекулятивно перегрітою, що знижує можливості для ефективної трансмісії ключової ставки на цьому ринку. Монетарна трансмісія на ринку ОВДП проявляється слабо.

Ефективність трансмісії за каналом заощаджень обмежується як структурними вадами української економіки, так і станом банківської системи. Надміру низький рівень доходів домашніх господарств і високий структурний профіцит ліквідності банківської системи зумовляють доволі волатильну поведінку контрагентів цих взаємовідносин, яка характеризується низькою еластичністю щодо змін траєкторії ключової процентної ставки. У 2021 р. в умовах циклу підвищення облікової ставки НБУ процентні ставки банківських строкових депозитів, навпаки, знизились (!), що свідчить про відсутність монетарної трансмісії за цим каналом. Депозитні процентні ставки опинилися на рівні, значно нижчому від інфляції: на кінець року 7 % (ставки депозитів у національній валюті) проти 10 % (інфляція грудень). Наслідком неадекватно низьких процентних ставок стало зниження номінальних обсягів строкових депозитів населення (на 7 %), скорочення рівня заощаджень населення в банківській системі (з 31 до 27 % ВВП), а також підвищення рівня доларизації економіки.

Ефективність валютного каналу нині в Україні зазнає потужного тиску неринкових (насамперед безпекових) факторів. Цей канал значною мірою є проксі-каналом державних облігацій, і всі структурні вади каналу облігацій позначаються й на ефективності валютного каналу. Від початку повномасштабної агресії росії ринкові ставки на ОВДП майже не приваблюють нерезидентів на цей ринок. Також підвищення процентної ставки не в змозі вплинути на валютні витрати громадян, які через війну залишили територію України і використовують гривневі кошти з карткових рахунків на проживання за кордоном, що посилює тиск на обмінний курс і обмежує монетарну трансмісію. У цілому за час війни в такий спосіб конвертовано близько 9 млрд дол.

У 2021 р. ВВП України за паритетом купівельної спроможності на 1 жителя був найнижчим у Європі, а норма заощаджень населення становила лише 2 % (в ЄС – 20 %). Валютні заощадження або незмінно тримаються в іноземній валюті, або витрачаються на нагальні потреби, пов'язані з воєнними впливами. Отже, основні причини недовісти валютного каналу – високі воєнно-політичні ризики, низькі темпи відновлення національної економіки, збереження обмежень на виведення капіталів з країни, низький рівень доходів та заощаджень громадян.

Монетарна теорія та практика доводять, що ефективність досягнення цілей макроекономічних регуляторів підвищується при гармонізації їх політик. Це є особливо критичним під час структурних криз, коли руйнуються традиційні виробничі і фінансові зв'язки економіки, коли руйнується той базис на основі якого вибудовуються інструменти державної політики. Структурні розриви економіки стають осередками накопичення інфляційних ризиків та ризиків неплатежів. Тому спільне розв'язання проблем структурних розривів економіки відповідає цілям і уряду, і центрального банку.

Умови воєнного стану вносять свої корективи в перебіг та можливості реалізації монетарної політики в Україні, формують нові вимоги до посилення координації монетарної та фінансової складових державної політики, спрямування трансмісійних каналів монетарної політики.

Експресія імпульсів монетарної політики на стан фінансової стійкості реалізується через процентний канал державних облігацій. Дефіцит Державного бюджету у 2022–2023 рр. перевищує 25 % ВВП (без урахування грантових джерел доходів). Переважна частина цього дефіциту фінансується за рахунок зовнішньої грантової допомоги та неринкових кредитів міжнародних партнерів, однак інша частина – за рахунок внутрішнього ринку державних облігацій.

У світовій практиці задля убезпечення державних фінансів від ризиків фінансової стійкості в умовах повоєнних екстраординарних шоків застосовувалися такі види неринкових заходів: грантова та кредитна підтримка державного бюджету за рахунок зовнішніх неринкових джерел; грошова емісія центрального банку; зниження чи обмеження процентних ставок державних запозичень (фінансові репресії). Застосування зазначених інструментів в українській практиці не є гармонізованим. Якщо емісійне фінансування та міжнародна підтримка полегшили проблему фінансової стійкості, то процентна політика НБУ, навпаки, ускладнила цю проблему. Актуальним завданням залишається узгодження параметрів монетарної та фінансової політики для їх гармонізованого впливу на фінансову стабільність державних фінансів та економіку в цілому.

Підвищення ключової процентної ставки до 25 % річних у червні 2022 р. призвело до суттєвого подорожчання вартості державних позик (з 11 % на початку війни до 17 % річних наприкінці 2022 р. за однорічними ринковими ОВДП і до 25 % річних за ОВДП, які викупував НБУ). Водночас корекція процентних ставок строкових депозитів банків відбулася в значно менших масштабах (лише з 10,2 до 12,7 % річних за депозитами терміном 1–2 роки). Таким чином, на ринку заощаджень склалася ситуація, коли більш ризикові банківські вклади оцінюються за нижчими процентними ставками, ніж позики Уряду. У разі продажу Національним банком ОВДП зі свого портфеля (ставки яких досягають 25 % річних) цей спред суттєво розшириться. Це суттєво деформує трансмісійний канал банківських запозичень.

Середня дохідність ОВДП істотно перевищує темпи поточних доходів бюджету, що порушує фінансову стійкість державних фінансів. Таким чином, експресія змін монетарної політики на ринку заощаджень породила певні його деформації, які за-

грожують стабільності державних фінансів. Це вимагає проведення більш узгодженого планування застосування інструментів монетарної та фінансової політики.

Отже, в Україні причини слабкості монетарної трансмісії такі: низький рівень доходів та заощаджень населення, структурний профіцит ліквідності банківської системи, недовіра населення до банківської системи, високий ступінь доларизації грошово-кредитних відносин. У результаті в українській економіці мають місце низький рівень кредитування, низький рівень заощаджень, спекулятизована дохідність на ринку державних облігацій. Все це не дає змоги адекватно передавати імпульси процентної ставки до товарних ринків.

Розмір каналів кредитування бізнесу та депозитів населення є неістотним для того, щоб впливати на реальні економічні процеси. Ставки депозитів залишаються удвічі нижчими від темпів інфляції, що не дозволяє очікувати адекватної абсорбції гривневої маси через депозитний канал.

Трансмісійний ефект через фінансовий канал є неможливим, оскільки державний бюджет має неринкові зовнішні та внутрішні джерела покриття дефіциту. Монетарна політика на теперішньому етапі не зможе впливати на рішення Уряду щодо утримання значного фінансового дефіциту, оскільки цей дефіцит викликаний потребами держави з оборони території країни і фінансується воєнно-політичними союзниками України.

Валютний канал монетарної трансмісії не функціонує через високі ризики економіки для приватних інвесторів, запроваджених обмежень на рух капіталів, а також падіння реальних доходів громадян.

Війна знижує швидкість обороту грошової маси (затримуються платежі, виникають збої у постачанні сировини та збуту продукції, вимушено простоюють виробництва). Це в природний спосіб обмежує ефективність монетарної трансмісії. У таких умовах монетарний імпульс, згенерований підвищенням облікової ставки не в змозі сформувати адекватної реакції фінансових ринків для забезпечення антиінфляційного ефекту в економіці. Фінансові ринки під час війни не здатні адекватно передавати імпульси монетарної політики, оскільки поведінка суб'єктів економіки значною мірою диктується дією неринкових структурних шоків.

Немонетарний характер інфляції є іншою причиною низької ефективності антиінфляційних монетарних заходів центральних банків у сучасних умовах. Надмірне підвищення процентної ставки за наявності шоків пропозиції призводить до небезпечного пригнічення попиту та надмірного зростання безробіття, що може спричинити нові структурні злами – банкрутства, дефолти та безробіття. Крім того, високі процентні ставки негативно впливають на фінансову стійкість, що є особливо небезпечним в умовах високого боргового навантаження.

18. Для розбудови системи безперервної координації фінансової/монетарної політики в Україні в стабільних/екстраординарних/кризових умовах потрібне розроблення “дорожніх карт” відповідних міністерств і відомств / законодавчих і нормативних актів, якими чітко визначатимуться напрями співробітництва, процедури і механізми координації, функції і відповідальність необхідних для цього органів,

узгодження строків здійснення заходів / порядок обміну відповідною інформацією між міністерствами і відомствами, що реалізують грошово-кредитну, валютну, боргову, податкову/ бюджетну політику, та проведення ними комунікаційної політики, їхня постійна експертиза відповідності стратегічним цілям фінансової/монетарної влади й та їхньому обґрунтованому зближенню. Для вдосконалення координації державної боргової політики з фінансовою/монетарною політикою слід розглянути питання про створення в Україні агентства з управління державним боргом, передавши йому функції Міністерства фінансів і НБУ у цій сфері.

Використання базової інфляції як операційного індикатора для проведення монетарної політики накладає серйозні обмеження на методику розрахунку відповідного її виміру. Інформація про базову інфляцію має бути доступна не пізніше публікації даних про офіційний ІСЦ. Методика розрахунку базової інфляції повинна давати змогу оперативно та достовірно представляти інформацію про інфляційну динаміку. Таким чином, метод розрахунку базової інфляції має бути простим та достовірним. Своєчасність також важлива при використанні базової інфляції для пояснення монетарної політики економічним агентам.

В умовах системного стресу готівкові гроші почали відігравати свою роль збереження вартості (нагромадження), але їхня функція як засобу платежу ослабла на користь безготівкових грошей. Пандемія та відповідні обмеження змінили платіжну поведінку населення, але після нормалізації готівка продовжує сприйматися як фізичний доказ достатку. Деякі зміни у платіжній поведінці після завершення активної фази пандемії не закріпились для окремих категорій населення. Дистанційне управління рахунками, безконтактні платежі продовжують виштовхувати готівку з обороту. Також слід поважати звички деяких верств населення інстинктивно більше довіряти готівці (наприклад, люди похилого віку). Без цього в суспільстві може виникнути дискримінація людей, котрі не можуть, не бажають або не вміють користуватися цифровими каналами. Центральні банки мають готуватися до подібних явищ, і не тільки в плані створення запасів банкнот, скільки в контексті забезпечення ефективної комунікації з громадськістю.

Рішення про інструменти монетарної політики центральних банків завжди приймають колегіальні органи. У ролі такого органу в одних банках виступають ради директорів (наглядові ради), в інших – правління, а в третіх – спеціальний комітет з монетарної політики. Здається найбільш прийнятною практикою є участь у органах монетарної політики незалежних експертів у ролі повноцінних членів.

Більшість центробанків фіксували облікові ставки, при цьому їх коридори регулярно змінювались лише в окремих банках як інструменти “точного налаштування”. Обґрунтування перегляду ставок полягає в аналітичному огляді макроекономічних індикаторів та їх прогнозуванні (рівень інфляції, темпи зростання ВВП, рівень безробіття, міжнародні резерви, сальдо зовнішньої торгівлі, дефіцит бюджету, темпи приросту кредитування). Облікові ставки переглядались поступово, з кроками в діапазоні 0,25–1 %, тобто згладжувано, незважаючи на стрибки цін.

Результати дослідження продемонстрували наявність помірної кореляції між зміною процентних ставок та динамікою ВВП в євроні у 2020–2023 рр. Така кореляція є позитивною, тобто процентні ставки та ВВП зростають. Для визначення причинно-наслідкового зв'язку між обліковою ставкою та динамікою ВВП було використано метод Гренджера. Аналіз причинності Гренджера за 2020–2023 рр. засвідчив, що зростання ВВП спричиняє зміну облікової ставки ЄЦБ з лагом в 1 рік. F-статистика та рівень імовірності продемонстрували, що найістотніший вплив на приріст ВВП у період 2020–2023 рр. здійснювала процентна ставка ЄЦБ за кредитами.

Відмінності в масштабах та профілі реакції інфляції в окремих країнах на шоки попиту та пропозиції порівняно з фактичними даними, головним чином, відображають різну величину падіння ВВП, що спостерігається. Крім того, це можна пояснити гіпотетичними сценаріями та різним впливом спостережуваних обмінних курсів в окремих країнах, а також ступенем перенесення обмінного курсу на ціни імпорту та його впливом на внутрішню інфляцію. Ще однією відмінністю є різний простір для реагування ЦБ до початку пандемії коронавірусу у вигляді пом'якшення монетарної політики через процентні ставки у сценарії 100 % негативного шоку попиту. Припущення моделі щодо екзогенного шоку цін на нафту, що відображає різке падіння, яке спостерігалось у 2020 р., було однаковим для всіх європейських економік.

У період найбільш активної фази пандемії ЦБ прагнули до збереження або зниження ставок з метою стимулювання економічної активності. Темпи інфляції практично в усіх країнах систематично перевищували облікову ставку, іноді в кілька разів. Лише в окремих банках вживались додаткові заходи щодо прямого стимулювання кредитування комерційними банками (підтримка ліквідності, викуп цінних паперів у банків, зниження норми резервування). Огляд міжнародної практики діяльності органів монетарної політики дає підстави стверджувати, що заслуговують апробації на рівні Ради з фінансової стабільності та Національного банку України такі заходи:

- 1) внесення змін до закону про НБУ з переглядом статусу Комітету з монетарної політики в частині участі незалежних експертів і присутності на засіданнях Комітету представника Міністерства фінансів, оприлюднення інформації про результати голосування, обов'язку Голови НБУ щодо надання пояснень на адресу Ради фінансової стабільності у разі невиконання цільових показників монетарної політики з планом заходів для нормалізації.

- 2) розроблення спільно з Міністерством фінансів пакета антикризових заходів з координації монетарної і фінансової політики, які мають вводитися в дію одразу після появи тривожних сигналів – тригерів (ознак системної кризи). До переліку інструментів монетарної політики варто включити викуп цінних паперів, перегляд норм резервування, програми надання підтримки ліквідності. Завчасне розроблення такого пакета на основі аналізу прийнятних опцій дасть змогу суттєво прискорити реакцію центрального банку на кризу;

- 3) підвищення культури використання інструментів монетарної політики: звуження або розширення коридора процентних ставок НБУ, поліпшення перед-

бачуваності рішень органу монетарної політики щодо облікової ставки, уникнення випадків різких і значних змін у ставках.

Заслуговує на використання НБУ механізм зниження процентних ставок (дисконту) для тих банків – учасників схем рефінансування, які забезпечують принаймні нульовий приріст кредитних портфелів. НБУ відмовився від кредитування під заставу вимог банків за кредитами, і обмеження переліку прийнятного забезпечення державними облігаціями значно знижує попит на ресурси для кредитування реального сектору й стимулює спекулятивний попит із боку банків (для вкладення коштів у депозитні сертифікати НБУ).

Особливий інтерес становить підхід центрального банку ФРН до класифікації кредитів компаніям, що надаються банками – учасниками схеми в заставу. Центральний банк в Україні неочікувано відмовився від такого забезпечення ще до коронавірусу. Доцільно заздалегідь розробити програму довгострокового цільового рефінансування комерційних банків на випадок таких системних шоків, яким була пандемія коронавірусу, як складову пакета державних заходів стимулювання економіки. Таку програму могла б ініціювати Рада з фінансової стабільності, оскільки на її рівні забезпечується в країні координація монетарної та фінансової політик.

19. Для стимулювання кредитної активності банків необхідно запровадити фінансові заходи підтримки бізнесу, що підвищить його платоспроможність та поліпшить обслуговування заборгованості, а також забезпечить доступ до нових кредитів. Зокрема, Уряду та НБУ необхідно здійснити такі заходи:

1) створити повноцінну установу розвитку на кшталт Фонду розвитку підприємництва (ФРП), але з більшою ресурсною базою та капіталом;

2) визначити параметри (доступність для МСП, диференціація й обмеження ставок для банків та позичальників) та статус (кредитний рейтинг, нормативно-правове забезпечення) кредитних програм ФРП;

3) розробити критерії прийнятності кредитних програм для підприємств, які мають право на пільгове фінансування;

4) удосконалити стрес-тести для кредитного ризику (припущення щодо подій операційного ризику, тривалості подій, вплив на сектори економіки, зміна кореляції та імовірності дефолтів за галузями економіки);

5) узагальнити найкращу практику вітчизняних комерційних банків у частині кредитування економіки під час карантинних обмежень;

6) розробити антикризові програми на випадок подібних пандемій з чіткою орієнтацією на кредитування реального сектору економіки.

Досягнення цілі за інфляцією за допомогою використання режиму інфляційно-го таргетування (ІТ) є важливою умовою забезпечення монетарної безпеки. З метою досягнення цінової та фінансової стабільності в середньостроковій перспективі НБУ необхідно здійснити такі заходи:

1) поступово знижувати ключову (облікову) ставку для здешевлення вартості кредитних ресурсів та відновлення довгострокового кредитування економіки;

2) здійснити перехід до більшої гнучкості обмінного курсу та поступового переходу до плаваючого курсоутворення;

3) розширити перелік торгових операцій для бізнесу з метою сприяння новим кредитам/інвестиціям;

4) відновити виплати за кредитами/інвестиціями нерезидентів та валютні операції населення (перекази за кордон);

5) нарощувати обсяг міжнародних резервів для збереження курсової стійкості;

6) проводити ефективну комунікаційну політику для вчасного інформування громадян та бізнесу щодо очікувань майбутньої інфляції.

Кореляція ключової (облікової) ставки та інфляції має позитивний зв'язок і в умовах кризи послаблює можливості НБУ впливати на монетарну трансмісію за рахунок зміни грошової бази. З огляду на наслідки світової пандемії 2020 р., виникають умови для перегляду структурних маяків у напрямі кількісного пом'якшення монетарної політики та можливого розширення діапазону інфляційного таргету. Для стимулювання національної економіки НБУ потрібно здійснити ряд заходів:

1) переглянути підхід щодо зміни інфляційної цілі в середньостроковому періоді з метою уникнення "інфляційної пастки дезінфляції", яка не створює необхідних передумов для сталого економічного зростання;

2) пояснювати доцільність та своєчасність вибору рішення щодо ключової ставки, а також процедури її встановлення, що сприятиме зміцненню довіри до монетарної політики з боку суспільства;

3) розробити прозору систему ухвалення монетарних рішень, а також регулярне пояснення громадськості мотивів їх ухвалення;

4) підвищити ефективність управління монетарним циклом шляхом використання збалансованого режиму інфляційного таргетування, що підвищує економічну активність за кредитним та балансовим каналами.

20. Допомога бізнесу в Україні у період активної фази пандемії перебувала в зародковому стані, зокрема:

1) залишалась обмеженою за масштабами і адресністю, особливо щодо підприємств, які найбільше постраждали від наслідків пандемії;

2) існував дуже обмежений набір заходів щодо пільг в оподаткуванні бізнесу.

Після скасування карантину та більшості обмежень, а також із метою попередження негативних проявів кризових явищ у майбутньому держава повинна реалізувати такі заходи:

1) підвищити прозорість та звітність цільового використання коштів допомоги бізнесу, які має контролювати Рахункова палата;

2) створити Національний рятівний фонд шляхом відрахування від податків на прибутки підприємств. Цільовий розмір такого фонду має бути встановлений на рівні не менше 2 % ВВП;

3) запровадити адресну підтримку бізнесу та працівників з метою збереження робочих місць;

4) витрати держави на щеплення населення переорієнтувати на користь видатків на оздоровчі та реабілітаційні програми.

З метою забезпечення стабільності розвитку грошового ринку в умовах подолання наслідків пандемії COVID-19 та ризиків воєнного стану НБУ рекомендовано вжити такі заходи:

1) підвищити коефіцієнт монетизації економіки України та співвідношення грошової бази й ВВП. Низький рівень коефіцієнта монетизації у 2019–2022 рр. є одним із факторів низького динамізму та адаптивності національної економіки, адже достатній рівень забезпеченості економіки грошима є запорукою стрімкого економічного зростання.

2) стимулювати приватні споживчі витрати домогосподарств використовуючи монетарну політику кількісного пом'якшення. Це дасть змогу уникнути накопичення структурних дисбалансів в економіці, що призводить до скорочення виробничих потужностей, міграції робочої сили, звуження виробничої бази країни.

3) розширити бюджетне фінансування державних програм підтримки бізнесу та населення під час кризи (частково з використанням кредитних ресурсів центробанку);

4) запровадити регулярний моніторинг готівкового грошового обігу, включаючи поведінку населення у проведенні платежів. Зменшенню готівки в обігу сприятимуть розширення масштабів безготівкових розрахунків та звуження дії тіньової економіки;

5) при розробленні програм подолання наслідків пандемії COVID-19 враховувати ефект грошово-кредитного мультиплікатору, за допомогою якого визначається здатність банківської системи на основі грошової бази збільшувати грошову масу в обігу.

Реалізація монетарної політики в сучасних умовах передбачає взаємодію каналів трансмісійного механізму для досягнення інфляційної цілі та забезпечення сталого економічного зростання. У зв'язку з цим заслуговує на увагу перелік заходів НБУ, що передбачають реалізацію основних засад монетарної політики в середньостроковій перспективі:

1) підвищення ефективності трансмісійного механізму, що ґрунтується на передачі монетарних сигналів від ключової (облікової) ставки до процентних ставок на фінансовому ринку, а далі на кредитний та товарний ринки;

2) посилення взаємозв'язку процентного, кредитного та інфляційного каналів трансмісійного механізму з метою створення передумов для економічного зростання;

3) побудова квартальної прогнозової моделі для оцінки ефективності використання трансмісійного механізму та визначення її параметрів – коефіцієнтів і лагових змінних при заданих параметрах, що визначаються з опорою на результати калібрування;

4) застосування невідкладних монетарних заходів, спрямованих на усунення розриву між реальним та потенційним ВВП за рахунок низьких процентних ставок, політики довгострокового рефінансування, зниження норми обов'язкових резервів;

5) дотримання певних правил монетарної політики, зокрема правила процентної ставки таргетування інфляції, що має певні переваги над цільовими змінними;

6) застосування теоретичної моделі Тейлора, в основу якої покладено оцінку інфляції у вигляді простого правила процентної ставки за інструментами монетар-

ної політики, що забезпечують зближення прогнозу інфляції до цільового значення в середньостроковій перспективі;

7) використання GMM-методу для перевірки взаємозв'язку показників цільової функції та їх вплив на рівень інфляції через використання режиму інфляційного таргетування;

8) встановлення зв'язку між зростанням волатильності змінних параметрів у цільовій функції НБУ за режиму інфляційного таргетування, що пояснюється глобальними кризами, чутливістю макроекономічних показників до коливань економічної кон'юнктури;

9) дотримання транспарентності поведінки НБУ щодо цільового рівня інфляції за рахунок формування "заякореності" очікувань, що дає змогу впливати на поведінку ринкових суб'єктів у напрямі досягнення інфляційної цілі та забезпечення економічного зростання;

10) посилення відповідальності органів монетарного регулювання за погіршення стану макроекономічної стабільності, відхилення цільової функції від запланованих параметрів, що було викликане погіршенням цільових показників.

Реакція фінансових ринків на COVID-19 виявилась м'якшою порівняно з масштабами скорочення виробництва та зростанням рівня безробіття. Для подолання наслідків впливу кризи на банківську систему та фінансовий ринок НБУ повинен вжити такі заходи:

1) вдосконалити методику оцінки якості активів і зменшення обсягу проблемних кредитів комерційних банків;

2) розширити застосування принципів макропруденційної політики, що мають запобігти поширенню економічного шоку на фінансовий ринок;

3) підтримувати функціонування кредитних ринків використовуючи пом'якшення грошово-кредитних умов (зниження процентних ставок);

4) стимулювати надання додаткової ліквідності/рефінансування комерційним банкам;

5) здійснити реструктуризацію/мораторій на виплату кредитів, запровадження своп-ліній для комерційних банків;

6) застосувати механізм пом'якшення контрциклічного буфера капіталу/макропруденційної політики;

7) запровадити перенесення строків впровадження стандартів Базель III для комерційних банків;

8) надавати перевагу використанню інструменту валютних інтервенцій на міжбанківському ринку з метою поступового повернення до режиму інфляційного таргетування;

9) розширити надання цільових кредитів, а також кредитів під державні гарантії для стратегічно важливих галузей економіки;

10) ефективно поєднувати монетарні заходи для подолання наслідків економічної кризи: регулювання процентних ставок як традиційний інструмент монетарної політики, політику кількісного пом'якшення та кредитну підтримку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- Балакін Р. А., Кудряшов В. П. Фіскальні правила та їх застосування в бюджетній політиці. Актуальні проблеми фінансового управління: глобальні тенденції і національна практика / за ред. Т. І. Єфименко; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2018. С. 72–93.
- Барановський О. І. Фінансова безпека. Київ : Фенікс, 1999.
- Батковський В. А. Безпека грошово-кредитної системи та механізм подолання загроз її розвитку. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2009. Вип. 111. С. 37–41.
- Білорус О. Г. Глобальна фінансіалізація і влада фінансової олігархії. Економічна теорія. 2016. № 2. С. 118–119.
- Білорус О. Г. Політекономічний прогноз глобального співрозвитку в XXI столітті: глобальний посткапіталізм або світ-система інформаційно-мережевого глобалізму. Економічна теорія. 2018. № 1. С. 5–20. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2018.01.005>.
- Білоусова О. С. Державне регулювання тарифної політики підприємств монополістів. Наукові записки Національного університету "Острозька академія". Сер.: Економіка. 2017. № 5 (33). С. 79–83. URL: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2017-5\(33\)-79-83](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2017-5(33)-79-83).
- Богдан І. В. Фіскальні правила: проблеми імплементації в національну практику. Фінанси України. 2019. № 10. С. 38–57. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.10.038>.
- Богдан Т. Виконання бюджету-2022: головні підсумки року. 2023. 15 лют. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/545981_vikonannya_byudzhetu2022_golovni.html.
- Богдан Т. П. Боргова безпека та її роль у забезпеченні фінансової стабільності. Вісник Національного банку України. 2012. № 4. С. 8–15.
- Богдан Т. П. Достатність міжнародних резервів як передумова забезпечення макрофінансової стабільності. Економіка України. 2012. № 8. С. 45–53.
- Богдан Т., Ломакович В. Фіскально-монетарний консенсус чи конфронтація? Дзеркало тижня. 2020. 4 листопад. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/fiskalno-monetarna-konsensus-abo-konfrontatsija.html>.
- Бондар М. І. Бухгалтерський облік як інформаційна підсистема системи управління. 2012. С. 58–62. URL: <http://ena.lp.edu.ua>.
- Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ : ДННУ "Акад. фін. управління", 2015. 712 с.
- Брехов С. С., Коротун В. І. Концептуальні засади та напрями розвитку системи протидії агресивному податковому плануванню в Україні. Ефективна економіка. 2016. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5249>.
- Брехов С. С., Коротун В. І. Світовий досвід протидії агресивному податковому плануванню: висновки для України. Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. 2015. № 2. С. 121–134.
- Брехов С. С., Проскура К. П., Сушкова О. Є. Система індикаторів ризиків агресивного податкового планування. Економічний аналіз. 2017. № 1 (27). С. 107–119. URL: https://www.pspaudit.com.ua/files/proskura_kp_stat_a.pdf.
- Бричка Б. Б. Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08. Львів, 2020.
- Бублик Є. О. Фінансова відкритість транзитивних економік : монографія / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2020. 324 с.
- Буковинський С. А., Гриценко А. А., Кричевська Т. О. Монетарна стратегія в контексті завдань соціально-економічного розвитку. Фінанси України. 2008. № 6. С. 3–30.
- Бурда В. Є., Петряніч Л. В. Теоретичні аспекти бюджетної децентралізації як одного з механізмів формування ресурсної бази місцевого самоврядування. Економіка та держава. 2020. № 5. С. 167–170. URL: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2020.5.167>.
- Вальчишен О., Прозоров Ю., Волошин І. Пошук економічної альтернативи: що робити. Ключовим є запитання: що таке гроші? Дзеркало тижня. 2019. 4 жовт. URL: https://zn.ua/ukr/amp/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-scho-robiti-325397_.html.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Вдовиченко А., Ніколайчук С. Взаємодія фінансової та монетарної політики в Україні: від домінування до координації. 2018. URL: <https://voxukraine.org/vzayemodiya-fiskalnoyi-ta-monetarnoyi-politiki-v-ukrayini-vid-dominuvannya-do-koordinatsiyi>.

Вернадский В. И. Научная мысль как планетное явление. Философские мысли натуралиста. Москва : Наука, 1988. 520 с.

Вишневська В. С. Економічний механізм інфляційного таргетування в Україні. Львів. 2016. 239 с.

Гальчинський А. Гетерогенізація системи грошових відносин: парадигма перспективи. Вісник Національного банку України. 2012. № 7. С. 4–10.

Гасанов С. С. Фіскальні ризики та фінансове таргетування в системі управління державними фінансами за умов інституціональної невизначеності. Наукові праці НДФІ. 2017. № 2 (79). С. 5–24. URL: <https://doi.org/10.33763/npdfi2017.02.005>.

Гасанов С. С., Кудряшов В. П., Балакін Р. А. Напрями формування фінансової політики в аспекті асоціації України з ЄС. Фінанси України. 2014. № 1. С. 22–38.

Георгіаді Н. Г., Вільгуцька Р. Б. Організаційна структура управління як складова системи менеджменту підприємства. Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. 2012. № 748. С. 35–37. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VNULPM_2012_748_7.

Гернего Ю. О. Структура та функції Світового банку в контексті глобальних трансформацій фінансового ринку. Детермінанти соціально-економічного розвитку України в умовах трансформаційних зрушень : кол. моногр. / за заг. ред. В. П. Ільчука. Чернівці : ЧНТУ, 2018. С. 267–276.

Гернего Ю. О. Фінансові важелі забезпечення збалансованого людського розвитку : монографія. Київ : КНЕУ, 2018. 399 с.

Гернего Ю. О. Фінансові механізми забезпечення збалансованого людського розвитку : дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08 / ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана”. Київ, 2020. 600 с.

Глушенко С., Мельник А. Фіскальні стимули економічного розвитку у світі в умовах пандемії COVID-19. Наукові записки НаУКМА. Сер. : Економічні науки. 2021. Т. 6. Вип. 1. С. 45–51. URL: <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2021.6.1.45-51>.

Голов С. Ф. Управлінський облік. Київ : Лібра, 2003. 356 с.

Грабова Н. М. Теорія бухгалтерського обліку / за ред. П. П. Німчинова. Київ : Вища шк., 1973. 342 с.

Гриценко А. А. Архітектура економічної безпеки. Київ : ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”, 2017. 224 с.

Гриценко А. А. Економіко-інформаційний імператив нової статистичної парадигми : монографія ; НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”. Київ, 2020. 436 с.

Гриценко А. А. Институциональная политическая экономия: предмет, методология, содержание. Saarbrücken (Германия) : LAP LAMBERT Academic Publishing, 2014. 516 с.

Гриценко А. А. Развитие форм обмена, стоимости и денег. Київ : Основа, 2005. 192 с.

Гриценко А. А., Кричевська Т. О., Петрик О. І. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наук. доп. Київ : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2008. 272 с.

Гриценко А. Стабільність грошової одиниці як ціль монетарної політики. Вісник НБУ. 2002. №11. С. 20–22.

Гриценко А. А. Інституціональні засади соціальної довіри в контексті фінансової та монетарної безпеки. Фінанси України. 2021. № 7. С. 7–30. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.07.007>.

Груй А., Лепушинський В., Ніколайчук С. Нейтральна реальна відсоткова ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України. Вісник Національного банку України. 2018. № 243. С. 4–22. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2018.243.004>.

Гудзовата О. О. Грошово-кредитна політика в системі забезпечення фінансової безпеки України: теоретико-методологічні засади та напрями реалізації. Львів : Вид-во ННБК “АТЕБ”, 2018. 300 с.

Даниленко А. І. Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика України: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку : монографія / НАН України ; Ін-т економіки та прогнозування НАН України. Київ : НАН України, 2010. 456 с.

Данилишин Б. М. Економічні трансформації у період воєнного стану: тактика еволюціонізму і модернізація. Економіка України. 2022. № 10. С. 3–14. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.003>.

Данилишин Б. М. Основні напрями монетарної політики України. Фінанси України. 2018. № 2. С. 9–25. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.02.009>.

Данилишин Б. М. Перспективи удосконалення монетарної політики України. Фінанси України. 2020. № 2. С. 7–24. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.02.007>.

- Данилишин Б. Центральні банки в період криз: тактика і стратегія дій. Економічна правда. 2023. 20 лют. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/02/20/697221/>.
- Демчишак Н., Щуревич О., Кобильник М. Податкове стимулювання інвестиційної діяльності: теоретичні аспекти та імплементація зарубіжного досвіду в Україні. Галицький економічний вісник. 2020. № 4 (65). URL: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu
- Десятнюк О. М. Моніторинг податкових ризиків: теорія та практика: монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2009. 312 с.
- Дзюблюк О. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці. Світ фінансів. 2015. Вип. 2. С. 7–18. URL: <http://sf.wnu.edu.ua/index.php/sf/article/view/872>.
- Диба М. І., Гернего Ю. О. Потенціал фінансування ініціатив зеленого курсу в Україні. Фінанси України. 2021. № 2. С. 73–84. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.02.073>.
- Диба М. І., Загородній А. Г., Партин Г. О. Асиметрія обліково-аналітичної інформації та її вплив на прийняття управлінських рішень. Вісник Національного університету “Львівська політехніка”. 2015. № 815. С. 271–275.
- Дідківська Т. В. Суверенітет грошово-кредитної політики у відкритій економіці: дис. ... канд. екон. наук : 08.00.01 / ДУ “Ін-т економіки та прогнозування Нац. акад. наук України”. Київ, 2009. 202 с.
- Доверие в институциональной архитектонике экономического пространства-времени : в 2 т. / под ред. А. А. Гриценко. Т. 1: Доверие в общественно-экономической системе. Киев : Знання України, 2020. 550 с.
- Доверие в институциональной архитектонике экономического пространства-времени : в 2 т. / под ред. А. А. Гриценко. Т. 2: Доверие в денежно-кредитной и финансовой системе. Киев : Знання України, 2020. 935 с.
- Домарадзька Г. С., Фурман М. Б. Реалізація “концепції сталого розвитку” в Україні, як передумова ефектної інтеграції в світову економіку. Вісник Національного університету “Львівська політехніка”. Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. 2012. № 748. С. 350–356.
- Економічні суперечності глобалізації та локалізації в умовах гібридної війни та після воєнної реконструкції: монографія / за ред. А. А. Гриценка ; НАН України, ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”. Київ, 2022. 636 с. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2022/12/Еc-superech-globaliz-ta-localiz-v-umovah-gibryd-viyny.pdf>.
- Євдокимов В. В. Асиметрія бухгалтерської інформації та шляхи її мінімізації. Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. Сер.: Бухгалтерський облік, контроль і аналіз. 2011. Вип. 3. С. 135–146.
- Євтушенко Н. О. Податкові ризики та система керування ними. Вісник Дніпропетровського університету. Сер.: Менеджмент інновацій. 2016. № 6. С. 68–77. URL: <https://doi.org/10.15421/191607>.
- Егоричева С., Прасолова С. Аналіз ролі рефінансування в забезпеченні фінансової безпеки банківської системи України. Актуальні проблеми економіки. 2017. № 2.
- Ермошенко М. М. Фінансова безпека держави. Київ : КНТЕУ, 2001.
- Ершова Н. Ю. Концептуальні основи стратегічного управлінського обліку. Проблеми економіки. 2017. № 1. С. 195–202.
- Єфименко Т. І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів. Фінанси України. 2017. № 9. С. 7–28. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2017.09.007>.
- Єфименко Т. І. Актуальні питання сучасних стратегій реформування податкових систем. Фінанси України. 2013. № 3. С. 7–26.
- Єфименко Т. І. Монетарні інструменти економічної безпеки держави. Фінанси України. 2018. № 1. С. 7–30. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.01.007>.
- Єфименко Т. І. Система управління державними фінансами України: проблеми економічної безпеки. Економіка України. 2018. № 11. С. 28–46. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2018.11.028>.
- Єфименко Т. І. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки. Київ : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2016. 447 с.
- Єфименко Т. І., Жук В. М., Ловінська А. Г., Інформація в антикризовому управлінні: глобальний аспект стандартизації обліку та фінансової звітності / ДННУ “Акад. фін. управління”. Київ, 2015. 400 с.
- Єфименко Т. І., Ловінська А. Г., Олійник Я. В. Запровадження в Україні звіту про платежі на користь держави. Фінанси України. 2018. № 2. С. 26–47. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.02.026>.
- Запатріна І. В. Посилення ролі бізнесу в досягненні ЦСР в Україні. Керівництво. Цілі сталого розвитку. Київ, 2018. 69 с. URL: <http://www.ua.undp.org/content/ukraine/uk/home/library/entrepreneurship-support/sdgbusiness-role-enhancement.html>.

Засадний Б. А. Бухгалтерський облік в інформаційній системі управління підприємством. Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер.: Економічні науки. 2016. Вип. 17 (1). С. 146–149.

Засадний Б. А. Обліково-контрольне забезпечення управління діяльністю підприємств в умовах застосування МСФЗ : автореферат дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.09. Київ : КНЕУ, 2020.

Захаров Д. Дослідження проблеми забезпечення достовірності інтегрованої звітності. 2023. URL: https://www.researchgate.net/publication/371577237_Doslidzenna_problemi_zabezpecenna_dostovirnosti_integrovanoi_zvitnosti?_tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6Il9kaXJlY3QiLCJwYXWdlJjoic2VhcmNoIiwicHJldmlvdXNqYXWdlJjoicX2RpcnVjdCIsInBvc2l0aW9uIjoicGFnZUhlYWRLciJ9fQ.

Звітність підприємств про сталий розвиток в умовах пандемії COVID-19 : монографія / Т. І. Єфименко, А. Г. Ловінська, Я. В. Олійник, М. В. Кучерява ; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2021. 242 с.

Земляк Н. В. Методика складання звітності зі сталого розвитку та її аудиту. 2020. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/79878>.

Зубков С. О. Концептуальна модель організаційно-економічного механізму мобілізації ресурсного потенціалу підприємства торгівлі. Інноваційна економіка. 2020. № 3-4 (83). С. 59–64. URL: <https://doi.org/10.37332/2309-1533.2020.3-4.8>.

Ибраева А., Воротилов А. Центробанки мира бросают "спасательный круг" своим фондовым рынкам. 2020. URL: <https://kz.kursiv.media/2020-04-17/centrobanki-mira-brosayut-spasatelnyy-krug-svoim-fondovym-rynkam/>

Ибраева А., Воротилов А. Центробанки мира бросают "спасательный круг" своим фондовым рынкам. 2020. URL: <https://kz.kursiv.media/2020-04-17/centrobanki-mira-brosayut-spasatelnyy-krug-svoim-fondovym-rynkam/>

Іваницька О. М., Кошук Т. В. Управління фінансовими ризиками в умовах пандемії COVID-19. Фінанси України. 2020. № 7. С. 47–61. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.07.047>.

Іваницька О. М., Кошук Т. В. Управління фінансовими ризиками, пов'язаними з діяльністю державних підприємств в Україні. Фінанси України. 2017. № 2. С. 64–80. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2017.02.064>.

Інститут довіри в координатах економічного простору-часу / за ред. А. А. Гриценка. Київ : НАН України, Ін-т екон. та прогноз., 2012. 212 с.

Інфляція та фінансові механізми її регулювання / за ред. А. І. Даниленка. Київ : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2007. 400 с.

Коваленко Н. В. Організаційне забезпечення управління розвитком підприємств: цілі, принципи, функції та завдання. Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського. Сер.: Економіка і управління. 2019. Т. 30 (69). № 4, ч. 1. С. 69–77.

Ковальчук І., Зінькова В. Аналітичне і нормативне забезпечення формування та аудиту інтегрованої корпоративної звітності. 2021. URL: http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/36841/3/%D0%97%D0%B1%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA_%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B9_III_Conf_2021.pdf#page=52.

Ковальчук Т. Т. Чи можлива самостійність монетарної політики НБУ? Науковий часопис Національного педагогічного університету імені М. П. Драгоманова. Сер. 18: Економіка і право. 2015. Вип. 27. С. 126–136.

Козаченко Г. В. Організація та дезорганізація діяльності підприємства. Економічний журнал Одеського політехнічного університету. 2017. № 1. С. 58–63. URL: <http://economics.opu.ua/ejoru/2017/No1/58.pdf>.

Козоріз А. О. Міжнародний досвід мінімізації фінансових ризиків в умовах макроекономічних шоків. Економічна наука. 2020. № 24. С. 72–81. URL: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2020.24.72>.

Козюк В. В. Повоєнне таргетування інфляції: ключові виклики. Економіка України. 2022. № 10. С. 15–33. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.015>.

Козюк В. Електоральний цикл тиску на центробанк. Дзеркало тижня. 2018. 6 листоп. URL: https://zn.ua/ukr/finances/elektoralniy-cikl-tisku-na-centrobank-292902_.html.

Козюк В. Фантомні болі олігархічного банкінгу. Дзеркало тижня. 2019. 7 черв. URL : https://zn.ua/ukr/finances/fantomni-boli-oligarhichno-bankingu-313820_.html.

Колодко Г. В. Економіка нового прагматизму: тотожність, мета, методи. Економіка України. 2020. № 2. С. 3–23. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.02.003>.

Коломєць Г. І. Податкові ризики: сутність та класифікація. Ринок цінних паперів. 2009. № 6. С. 27–33.

Коноваленко Д. В. Міжнародний досвід регулювання дефіциту сектора загального державного управління. Сучасні чинники розвитку міжнародних відносин та зовнішньої політики держави: економічні та інституціональні аспекти : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (Запоріжжя, 27 жовт. 2018 р.). Запоріжжя : ЗДІА, 2018. 166–169.

- Коноваленко Д. В., Богдан І. В., Яра Т. Ю. Економіко-математичні моделі для діагностики фінансової політики. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 43–66. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.043>.
- Кораблін С. Валютна лібералізація по-українськи: втеча від реформ. *Дзеркало тижня*. 2017. 8 квіт. URL: https://zn.ua/ukr/columnists/valyutna-liberalizaciya-po-ukrayinski-vtecha-vid-reform-239101_.html.
- Кораблін С. Курсові тупики сировинних економік. *Дзеркало тижня*. 2010. 23 жовт. URL: https://zn.ua/ukr/finances/kursovi_tupiki_sirovinnih_ekonomik.html.
- Кораблін С. О. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків : монографія / НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”. Київ, 2017. 308 с.
- Кораблін С. О. Монетарна безпека: окремі визначення та оцінки. *Фінанси України*. 2021. № 1. С. 7–45. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.01.007>.
- Кораблін С. О. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція. *Економіка і прогнозування*. 2005. № 1. С. 9–32.
- Кораблін С. Чи зміниться світ після коронакризи? Перспективи посткоронавірусних економічних трансформацій та їх вплив на розвиток країн. Місце України у посткризовому світі / наук. ред. В. Юришин. Київ : Заповіт, 2021. С. 97–102. URL: https://razumkov.org.ua/uploads/article/2021_perspectives_for_economic_transformations.pdf.
- Коробкова О. Кредити для бізнесу: як покращити ринок кредитування в Україні. 2021. 29 січ. URL: <https://nabu.ua/ua/olena-korobkova-29.html>.
- Котельбан С. В. Сутність, методи та інструменти державного регулювання інноваційної діяльності. *Економіка та держава*. 2017. № 4. С. 115–118.
- Красота О. В., Яровой А. В. Відновлення макроекономічної стабільності в умовах пандемії COVID-19. *Ефективна економіка*. 2021. № 1. URL: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.1.91>.
- Кричевська Т. О. Довіра у грошово-кредитній сфері: логіко-історичне дослідження. Київ : НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогнозув. НАН України”, 2020. 504 с.
- Кудряшов В. П. Застосування фінансових правил на основі структурного балансу. *Фінанси України*. 2019. № 8. С. 7–25. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.08.007>.
- Кудряшов В. П. Концептуальні засади розроблення пакета фінансових правил для України. *Економіка України*. 2019 № 7-8. С. 33–54. URL: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2019.07.033>.
- Кузміньський А. М., Сопко В. В., Завгородній В. П. Організація бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. Київ : Вища шк., 1993. 223 с.
- Кулик В. В. Критична інфраструктура в системі виробничих і фінансово-економічних взаємозв'язків “витрати-випуск”. *Фінанси України*. 2021. № 6. С. 89–108. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.06.089>.
- Куцик П. О., Ковтун О. І., Башнянин Г. І. Глобальна економіка: принципи становлення, функціонування, регулювання та розвитку : монографія. Львів : Львівська комерційна академія, 2015. 583 с.
- Куцик П. О., Бачинський В. І., Полянська О. А. Управлінський облік операційної діяльності підприємств оптової торгівлі : монографія / за заг. ред. П. О. Куцика. Львів : Растр-7, 2015. 312 с.
- Кучерява М. В. Оцінка якості фінансової звітності: методичні підходи та організація : дис. ... канд. екон. наук / ДНУ “Акад. фін. управління”. Київ, 2019. 337 с. URL: https://afu.kiev.ua/getfile.php?page_id=1009&num=2.
- Кучерява М. В. Складання консолідованої фінансової звітності в контексті імплементації директивних вимог ЄС. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 3. С. 127–142. URL: <https://doi.org/10.33763/npndfi2018.03.127>.
- Кучерявенко М. П. Податкові процедури: правова природа і класифікація : монографія Київ : Алерта, 2009. 249 с.
- Легенчук С., Лозинський Д. Бухгалтерський облік витрат для цілей оподаткування як джерело асиметричної інформації. *Економічний аналіз*. 2012. Т. 10 (3). С. 180–185.
- Лизун М. В. Глобальні виклики регіональної валютної інтеграції. Тернопіль : ТНЕУ. 2017. 425 с.
- Лободіна З., Корнацька Р., Нечепоренко В. Міжбюджетні трансферти як фінансовий інструмент зменшення диспропорцій та активізації регіонального розвитку. *Галицький економічний вісник*. 2022. Т. 74, № 1. С. 76–89. URL: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2022.01.076.
- Ловінська А. Г. Інформаційне забезпечення управління державними підприємствами з урахуванням невизначеності, спричиненої пандемією COVID-19. *Фінанси України*. 2021. № 2. С. 49–72. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.02.049>.
- Ловінська А. Г. Міжнародні стандарти фінансової звітності в обліку державних підприємств України. *Фінанси України*. 2020. № 6. С. 75–92. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.06.075>.
- Ловінська А. Г., Олійник Я. В., Кучерява М. В. Методичні підходи до оцінки внеску компаній у реалізацію Цілей сталого розвитку та протидію COVID-19. *Фінанси України*. 2020. № 10. С. 47–63. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.10.047>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Людський розвиток в Україні: мінімізація соціальних ризиків (колективна науково-аналітична монографія) / за ред. Е. М. Лібанової. Київ: Ін-т демографії та соціальних досліджень ім. М. В. Птухи НАН України, Держкомстат України, 2010. 496 с.

Максимчук М., Кравець Р. Міністр фінансів: Росія на межі дефолту нас не тішить. У нас своїх проблем вистачає. Економічна правда. 2022. 30 берез. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/03/30/684939/>.

Маркевич О. В. Правила “тонкої капіталізації” в Україні: аспект оподаткування. Наукові праці НДФІ. 2016. № 2. С. 72–84.

Марушевський Г. Б. Індикатори збалансованого розвитку: позиція України в міжнародних рейтингах. Інвестиції: практика та досвід. 2015. № 20. С. 141–146.

Марченко В. Б. Приєднання до плану BEPS та розвиток податкового контролю трансфертного ціноутворення в Україні. Порівняльно-аналітичне право. 2018. № 4. С. 176–181.

Марченко В. Б. Формування правових засад участі України в міжнародному обміні податковою інформацією. Юридичний науковий електронний журнал. 2018. № 6. С. 232–235. URL: http://lsej.org.ua/6_2018/63.pdf.

Матос П. ESG-принципи та відповідальне інституційне інвестування у світі: Критичний огляд досліджень : пер. з англ. Львів : Видавництво Львівської політехніки, 2020. 88 с.

Міщенко В. І., Іванов В. В., Малютін О. К. Міжнародний досвід інфляційного таргетування: модель успіху для України. Актуальні проблеми економіки. 2015. № 4. С. 414–425.

Москаленко В. О. Теоретичні основи асиметрії економічної інформації. Пріоритети розвитку економіки України та інших країн : матеріали Міжнар. наук.- практ. конф., м. Чернігів, 29–30 листоп. Чернігів : ЧДТУ, 2013. С. 80–82.

Новицький А. М. Електронний документообіг як елемент забезпечення правового регулювання становлення інститутів інформаційного суспільства. Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). 2013. № 4. С. 11–20.

Новицький В. А. Трансфертне ціноутворення в операціях із офшорами. Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). 2013. № 3. С. 164–169.

Общество без доверия / под. ред. Е. Головахи, Н. Котенко, С. Макеева. Киев : Ин-т социологии НАН Украины, 2014. 338 с.

Олейнікова А. Г. Подолання асиметрії податкової інформації. Фінанси України. 2019. № 11. С. 58–75. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.11.058>.

Олейнікова А. Г. Формування конкурентоспроможної системи оподаткування в Україні / ДННУ “Акад. фін. управління”. Київ, 2015.

Олейнікова А. Г., Долженко І. І. Удосконалення податкового контролю в Україні на основі реалізації інструментів Плану BEPS та автоматичного обміну інформацією. Наукові праці НДФІ. 2020. Вип. 3. С. 79–94. URL: <https://doi.org/10.33763/npndfi2020.03.079>.

Орлов І. В. Якість інтегрованої звітності та її характеристики. Економіка, управління та адміністрування. 2023. № 1 (103). URL: [https://doi.org/10.26642/ema-2023-1\(103\)-105-110](https://doi.org/10.26642/ema-2023-1(103)-105-110).

Охрименко І. Б., Степура А. Т. Реалії кредитування житла банками в Україні. Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер.: Економіка і менеджмент. 2015. Вип. 10. С. 255–258. URL: <http://www.vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/10-2015/57.pdf>.

Панченко В. Г. Неопротекціоністський потенціал монетарної політики. Інвестиції: практика та досвід. 2017. № 24. С. 51–55.

Петрик О. І. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід та перспективи для України : монографія. Київ : УБС НБУ, 2008. 369 с.

Петрик О., Ніколайчук С. Оптимальний режим монетарної політики для України. Вісник КНТЕУ. 2008. № 3. С. 31–40.

Подколзін С. Як реагують інші країни на COVID-19? / Центр економічної стратегії. 2020. 7 квіт. URL: <https://ces.org.ua/how-countries-reacted-on-coroviruscrises/>.

Польова О. Міжбюджетні відносини як інструмент механізму розвитку територіальних громад. Економіка та суспільство. 2022. № 39. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-39-37>

Проскура К. П. Тонка капіталізація: сутність і правила застосування в системі руху глобальних фінансових потоків. Незалежний аудитор. 2016. № 15 (I). С. 29–37.

Пушкар М. С. Креативний облік (створення інформації для менеджерів). Тернопіль : Карт-бланш, 2006. 334 с.

- Радіонов Ю. Д. Видатки бюджету у забезпеченні сталого соціально-економічного розвитку країни. Ін-вестиції: практика та досвід. 2019. № 16. С. 39–46. URL: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2019.16.39>.
- Резнікова Н. В., Відякіна М. М. Доларизація як фактор монетарної залежності. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2013. Вип. 1 (3). С. 362–367.
- Рей Р. Сучасна теорія грошей. Київ : Новий формат, 2017. 480 с.
- Савченко А., Семенова Ю. Інфляційне таргетування та перспективи його запровадження в Україні. Економіка України. 2008. № 7. С. 46–56.
- Саричев В. Імперативи людського розвитку в теорії формування людського капіталу. Ефективна економіка. 2011. № 11. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_11_73
- Сіденко В. Р. Важкі дилеми оновлення глобальної інституційної архітектури. Економіка України. 2017. № 4. С. 3–21.
- Сологуб Д. Тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України. 2019 р. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/DS_Lviv_pr_2019-04.pdf?v=4.
- Стадвелл Дж. Чому Азії вдалося. Успіхи та невдачі найдинамічнішого регіону світу. Київ : Наш формат, 2017. 448 с.
- Стародуб Д. М. Міждержавний обмін інформацією в системі протидії агресивному податковому плануванню. Малий і середній бізнес (право, держава, економіка). 2015. № 3–4 (62). С. 150–156.
- Степанова О. В. Фіскальна стійкість в умовах становлення економіки довголіття. Економіка і прогнозування. 2019. № 1. С. 35–50. URL: <https://doi.org/10.15407/eip2019.01.035>.
- Сукач О. М., Сарана Л. А., Гордієнко Л. А. Податкові інструменти регулювання доходів місцевих бюджетів. Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Сер.: Економічна. 2021. Вип. 101. С. 68–78. URL: <https://doi.org/10.26565/2311-2379-2021-101-07>.
- Тарасова Т. О. Інформаційно-аналітичне забезпечення управління сталим розвитком інституціональних одиниць. 2020. URL: <https://www.eung.nung.edu.ua/index.php/ecom/article/view/319>.
- Татарова М. Податки під час війни: все, що треба знати бізнесу. Економічна правда. 2022. 7 квіт. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/04/7/685375/>.
- Творення простору суспільної довіри в Україні XXI століття / відп. ред. С. М. Аржевітин. Київ : ДВНЗ “Університет банківської справи”, 2017. 523 с.
- Тимченко Л. Д., Селезень П. О., Кармаліта М. В., Стародуб Д. М. Особливості договорів про попереднє узгодження ціноутворення як інструменту взаємодії платника податків з контролюючим органом / за заг. ред. Л. Д. Тимченка. Київ : Алерта, 2017. 72 с.
- Тимченко О. М. Міжнародне інформаційне співробітництво як фактор протидії ухиленню від сплати податків. Фінанси України. 2011. № 12. С. 11–20.
- Топалов М. Підвищення тарифів на електрику: які сценарії розглядає влада. Економічна правда. 2023. 12 квіт. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2023/04/12/699025/>.
- Третяк Д., Медведкова Н. Управління фіскальними ризиками державного бюджету України в умовах війни. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. 2022. № 4 (221). С. 64–73.
- Удосконалення управління державними фінансами та реформування податкової системи України / за ред. Т. І. Єфименко. Київ : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2015. 446 с.
- Ухналь Н. М. Бюджетна безпека країни в умовах загострення фіскальних ризиків. Наукові праці НДФІ. 2018. Вип. 1. С. 59–72. URL: <https://doi.org/10.33763/npndfi2018.01.059>.
- Фінансові важелі подолання бідності в Україні : монографія / О. П. Кириленко, І. І. Білоус, Б. С. Малиняк та ін. ; за ред. О. П. Кириленко. Тернопіль : ТНЕУ, 2010. 432 с.
- Формування інституційної архітектури інформаційно-мережевої економіки: монографія / за ред. А. А. Гриценка ; НАН України, ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”. Київ, 2021. 736 с.
- Хведчук К., Сінченко В., Топф Б. Визначення природного рівня доларизації в Україні. Вісник Національного банку України. 2018. № 247. С. 41–48.
- Чумакова О. О. Податкова політика у сфері трансфертного ціноутворення: економічна ефективність і тонка капіталізація. Теорія та практика державного управління. 2013. Вип. 3 (42). URL: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/tpdu/2013-3/doc/2/17.pdf>.
- Чурій О., Ніколайчук С. Монетарна політика НБУ: вчора, сьогодні, завтра. Дзеркало тижня. 2015. 26 січ. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/monetarna-politika-nbu-vchora-sogodni-zavtra-.html>.
- Шаров О. М. Монетарний суверенітет в умовах глобалізації. Фінанси України. 2019. № 6. С. 93–117. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.06.093>.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Шоломицкая Е., Сологуб И. Ковидный мир. Детальный путеводитель, как развитие страны спасали свои экономики. 2020. URL: <https://finance.liga.net/ekonomika/article/detalnyy-putevoditel-kak-razvitye-stranypasali-svoi-ekonomiki-chto-sdelala-ukraina>.

Шульга Н. П. Рефінансування банків України : проблеми і шляхи їх розв'язання. Політика Національного банку України щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки : матеріали наук.-практ. конф., м. Київ, 5–6 лист. 2015 р. Київ : ДВНЗ “Ун-т банк. справи”. 2016. С. 247–253.

Шульга Н. П. Рефінансування банків України. Вісник КНТЕУ. 2016. № 3.

Шумило І. Чергова валютна криза: причини та можливі запобіжники на майбутнє. Дзеркало тижня. 2016. 29 січ. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/cherгова-valyutna-kriza-prichini-ta-mozhlivi-zapobizhniki-na-maybutnye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatime-vbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-.html>.

Шумило І. Чи вистачить українській владі мужності у боротьбі з інфляцією? Дзеркало тижня. 2008. 13 черв. URL: https://zn.ua/ukr/macrolevel/chi_vistachit_ukrayinskiy_vladi_muzhnosti_u_borotbi_z_inflyatsieyu.html.

Шуревич О., Коцеміра О. Фінансова доларизація в економіці України. Галицький економічний вісник. 2020. № 5 (66). С. 131–138.

Яркіна Н. М. Управління підприємством як економічна категорія (теоретичні аспекти). Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. 2014. № 1 (76). С. 130–136.

Ястремський О. І., Кулик В. В. Волатильність структури міжгалузевих зв'язків економіки України. Економіка і прогнозування. 2020. № 2. С. 61–79. URL: <https://doi.org/10.15407/eip2020.02.061>.

Ястремський О. І., Кулик В. В. Волатильність структури фінансових потоків економіки України. Наукові праці НДФІ. 2020. № 2. С. 24–34. URL: <https://doi.org/10.33763/npndfi2020.02.024>.

Ястремський О. І., Кулик В. В. Міжгалузева мапа невизначеності економіки України та її застосування. Кібернетика і системний аналіз. 2021. № 3. С. 76–90.

Abiad A., Dell'Ariccia G., Li B. What Have We Learned about Creditless Recoveries? Financial Crises, Consequences, and Policy Responses. 2013. URL: <http://dx.doi.org/10.5089/9781475543407.071>.

Abiad A., Ostry J. Primary Surpluses and Sustainable Debt Levels in Emerging Market Countries. IMF Policy Discussion Paper. 2005. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451975703.003>.

Abilio L. C. The Uberisation of work: The real subsumption of 'getting by'. Historical Materialism. 2017. May 13. URL: <http://www.historicalmaterialism.org/blog/uberisation-work-real-subsumption-getting>.

Acker J. Inequality regimes: Gender, class, and race in organizations. Gender & Society. 2006. Vol. 20 (4). P. 441–464. URL: <https://doi.org/10.1177/0891243206289499>.

Adrian T., Pazarbasioglu C. Combating COVID-19: How should banking supervisors respond? 2020. URL: <https://blogs.worldbank.org/voices/combating-covid-19-how-should-banking-supervisors-respond>.

Adrian T., Gopinath G., Pazarbasioglu C. Navigating Capital Flows - An Integrated Approach. IMF blog. 2020. URL: <https://blogs.imf.org/2020/12/09/navigating-capital-flows-an-integrated-approach/>.

Adrian T., Narain A. Maintaining Banking System Safety amid the COVID-19 Crisis. 2020. March 31. URL: <https://www.imf.org/Blogs/Articles/2020/03/31/blog033220-maintaining-banking-system-safety-amid-the-covid-19-crisis>.

Aglietta M. Money and Sovereignty: How can the Euro be Made Complete? L'Économie politique. 2015. Vol. 66, Iss. 2. P. 28–41. URL: <https://doi.org/10.3917/leco.066.0028>.

Aglietta M., Leron N. The Eurozone: Looking for the Sovereign. Social Europe. 2015. September 11. URL: <https://www.socialeurope.eu/eurozone-looking-sovereign>.

Aglietta M., Orléan, A. La souveraineté de la monnaie. Paris : Odile Jacob, 1998. 393 p.

Aglietta M., Ponsot F., Ouldh-Ahmed P. La monnaie: entre dette et souveraineté. Paris : Odile Jacob, 2016. 460 p.

Ahl H. Why research on women entrepreneurs needs new directions. Entrepreneurship Theory and Practice. 2006. Vol. 30 (5). P. 595–621. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00138.x>.

Aizenman J., Chinn M., Ito H. Notes on the Trilemma Measures. 2016. URL: http://web.pdx.edu/~ito/ReadMe_trilemma_indexes2014.pdf.

Aizenman J., Ito H. Post-Covid-19 exit strategies and economic challenges for emerging markets. NBER Working Paper Series. 2020. No. 27966. URL: <https://doi.org/10.3386/w27966>.

Ajmal M. M., Khan M., Shad M. K. The global economic cost of coronavirus pandemic: current and future implications. Asia-Pacific Journal. 2021. Vol. 24, No. 3. P. 290–305. URL: <https://doi.org/10.1108/PAP-10-2021-0054>.

Akanbi O. A., Gueorguiev N., Honda J., Mehta, P., Moriyama K., Primus K., Sy M. Avoid a Fall or Fly Again: Turning Points of State Fragility. IMF Working Papers. 2021. Iss. 133. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513573687.001.A001>.

- Alfrey L., Twine F. W. Gender-fluid geek girls: Negotiating inequality regimes in the tech industry. *Gender and Society*. 2020. Vol. 31 (1). P. 28–50. URL: <https://doi.org/10.1177/0891243216680590>.
- Allyn B., Gura D., Hirsch P., Rosalsky G. The Collapse Of Silicon Valley Bank. *Planet Money*. 2023. March 14. URL: <https://www.npr.org/sections/money/2023/03/14/1163200179/the-collapse-of-silicon-valley-bank>.
- Alt J. E., Lassen D., Wehner J. Moral Hazard in an Economic Union: Politics, Economics, and Fiscal Gimmickry in Europe. 2012. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2102334>.
- Alvarez F., David A., Francesco L. A Simple Planning Problem for COVID-19 Lockdown. NBER Working Paper. 2020. No. 26981. URL: <https://doi.org/10.3386/w26981>.
- Amadeo K., Boyle M. Explaining Quantitative Easing. *The Balance*. 2021. May 21. URL: <https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-definition-and-explanation-3305881>.
- Anderson J., Bergamini E., Brekelmans S. et al. The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus. 2020. November 24. URL: <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>.
- Andreeva D. C., García-Posada M. The impact of the ECB'S targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition. *Documentos de Trabajo No. 1903 / Banco De España*. URL: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/19/Fich/dt1903e.pdf>.
- Anghel D. G., Boitan I. A., Marchewka-Bartkowiak K. Growing fiscal risk in European Union resulting from government contingent liabilities in the pandemic crisis – assessment and policy recommendations. *Economic Research – Ekonomska Istraživanja*. 2022. Vol. 35. Iss. 1. P. 2292–2312. URL: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1941178>.
- Angrick S. Balance-of-Payments Disequilibria and Monetary Policy Autonomy. 2015. URL: https://www.boeckler.de/pdf/v_2015_10_24_angrick.pdf.
- Arezki R., Devarajan S. Fiscal policy for Covid-19 and beyond. 2020. June 30. URL: <https://theforum.erf.org/eg/2020/06/30/fiscal-policy-covid-19-beyond/>.
- Arslan Ya., Drehmann M., Hofmann B. Central Bank Bond Purchases in Emerging Market Economies. 2020. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4051728>.
- Arslanalp, S., Liao Y. Banking Sector Contingent Liabilities and Sovereign Risk. *Journal of Empirical Finance*. 2014. Vol. 29. P. 316–330. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2014.08.007>.
- Auerbach A., Gorodnichenko Y., Murphy D. Local Fiscal Multipliers and Fiscal Spillovers in the United States. NBER Working Paper. 2019. No: 25457. URL: <https://doi.org/10.3386/w25457>.
- Awad R., Ferreira C., Jociene A., Riedweg L. Restriction of Banks' Capital Distribution during the COVID-19 Pandemic (Dividends, Share Buybacks, and Bonuses). 2020. July 7. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-restriction-of-banks-capital-distribution-during-the-covid-19-pandemic.ashx>.
- Babbie E. R. *The Practice of Social Research*. 12th Ed. Belmont, CA : Wadsworth Cengage, 2010.
- Badarizna C., Balasubramaniam V., Ramadorai T. The Household Finance Landscape in Emerging Economies. *Annual Review of Financial Economics*. 2019. Vol. 11. P. 109–129. URL: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110118-123106>.
- Bahaj S., Reis R. Central bank swap lines during the Covid-19 pandemic. *Covid Economics*. 2020. Iss. 2. URL: <https://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/20-covidcb swaps.pdf>.
- Bajaj A., Datt G. Financing of fiscal response to COVID-19: a pragmatic alternative. *Indian Economic Review*. 2020. Vol. 55. P. 149–160. URL: <https://doi.org/10.1007/s41775-020-00090-6>.
- Baldacci E., Petrova I., Belhocine N. et. al. Assessing Fiscal Stress. *IMF Working Papers*. 2011. No. 11/100. URL: <http://dx.doi.org/10.5089/9781455254316.001>.
- Baldwin R. Introduction: Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes. *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. Paris ; London : CEPR Press, 2020. URL: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes>.
- Baldwin R., Weder di Mauro B. (Eds.). *Economics in the Time of COVID-19*. Paris ; London : CEPR Press, 2020. URL: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/economics-time-covid-19>.
- Ball L. M., Sheridan N. Does inflation targeting matter? The inflation-targeting debate. *University of Chicago Press*, 2004. P. 249–282. URL: <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226044736.003.0007>.
- Balmford A., Keshav S., Venmans F., Coomes D., Groom B., Madhavapeddy A., Swinfield T. Realising the social value of impermanent carbon credits. 2023. URL: <https://doi.org/10.33774/coe-2023-5v931-v3>.
- Bardal K. G., Reinart M. B., Lundberg A. K., Bjorkan M. Factors Facilitating the Implementation of the Sustainable Development Goals in Regional and Local Planning—Experiences from Norway. *Sustainability*. 2021. Vol. 13 (8). 4282. URL: <https://doi.org/10.3390/su13084282>

- Barr M. S., Jackson H., Tahyar M. E. The Financial Response to the COVID-19 Pandemic. U of Michigan Law & Econ Research Paper. 2020. No. 20-040. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3666461>.
- Barro R. J., Gordon D. B. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*. 1983. Vol. 91 (4). P. 589–610. URL: <https://doi.org/10.1086/261167>.
- Barro R. J., Gordon D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. NBER Working Paper. 1983. No. 1079. 33 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w1079>.
- Batini N., Lamperti F., Roventini A., Loungani P. Reducing Risk While Sharing It: A Fiscal Recipe for The EU at the Time of COVID-19. IMF Working Papers. 2020. Iss. 181. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513551920.001>.
- Baum A., Medas P., Soler A., Sy M. Managing Fisci Risks from State-Owned Enterprises. IMF Working Paper. 2020. WP/20/213. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513557502.001>.
- Baxa J., Horváth R., Vašíček B. How does monetary policy change? Evidence on inflation targeting countries. *Macroeconomic Dynamics*. 2014. Vol. 18 (3). P. 593–630. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2011.10.002>.
- Baxa J., Horváth R., Vašíček B. Time-varying monetary-policy rules and financial stress: Does financial instability matter for monetary policy? *Journal of Financial Stability*. 2013. Vol. 9 (1). P. 117–138. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2011.10.002>.
- Bayer Ch., Born B., Luetticke R., Muller G. The Coronavirus Stimulus Package: How large is transfer multiplier? CEPR publication. 2020. June. URL: cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=14600.
- Beck T. Finance in the times of coronavirus. 2020. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/844911588189738834-0050022020/original/WBpresentationThorstenBeck.pdf>.
- Beck T. The Economic, Political and Moral Case for a European Fiscal Policy Response to COVID-19. 2020. April 7. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/economic-political-and-moral-case-european-fiscal-policy-response-covid-19>.
- Becker B., Hege U., Mella-Barral P. Corporate Debt Burdens Threaten Economic Recovery after COVID-19: Planning for Debt Restructuring Should Start Now. 2020. March 21. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/corporate-debt-burdens-threaten-economic-recovery-after-covid-19-planning-debt>.
- Beckworth D. COVID-19 Pandemic, Direct Cash Transfers, and the Federal Reserve. Mercatus Center Research Paper Series. Special Edition Policy Brief. 2020. March 18. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3564453>.
- Beckworth D. COVID-19 Pandemic, Direct Cash Transfers, and the Federal Reserve. Mercatus Center Research Paper Series. Special Edition Policy Brief. 2020. March 18. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3564453>.
- Becquey P., Clerc P. Definition of impact finance. Paris financial centre impact task force. 2021. URL: <https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2021/10/Finance-for-Tomorrow-Definition-of-Impact-Finance-September-2021.pdf>.
- Behn M., Rancoita E., d'Acri C. R. Macroprudential capital buffers – objectives and usability. ECB Macroprudential Bulletin. 2020. October 19. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macroprudential-bulletin/html/ecb.mpbu.202010.1_01c4f1a5f4.en.html.
- Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration “Swoosh” and the Trilemma. NBER Working Papers. 2017. No. 23124. URL: <https://doi.org/10.3386/w23124>.
- Bénassy-Quéré A., Weder di Mauro B. Europe in the Time of Covid-19: A New Crash Test and a New Opportunity. *Economics in the Time of COVID-19*. Paris ; London : CEPR Press, 2020. URL: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/economics-time-covid-19>.
- Benati L. Investigating inflation persistence across monetary regimes. *The Quarterly Journal of Economics*. 2008. Vol. 123 (3). P. 1005–1060. URL: <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.3.1005>.
- Benigno P., Canofari P., Di Bartolome G., Messori M. Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme. European Parliament, Monetary Dialogue Papers. 2020. September. URL: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/211438/2_Luiss%20final.pdf.
- Benmelech E., Tzur-Ilan N. The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the Covid-19 Crisis. NBER Working Paper Series. 2020. No. 27461. URL: <https://doi.org/10.3386/w27461>.
- Bennhold K. A German Exception? Why the country's coronavirus death rate is low. 2020. URL: <https://www.nytimes.com/2020/04/04/world/europe/germany-coronavirus-death-rate.html>.
- Bernanke B. S., Woodford M. (Eds.). *The inflation-targeting debate*. University of Chicago Press, 2004. URL: <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226044736.001.0001>.
- Bernanke B. The Economic Outlook and Monetary Policy. 2010. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>.
- Bernanke B., Mishkin F. Inflation targeting : A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*. 1997. Vol. 11. No. 2. P. 97–116. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97>.

- Berry D., Bell M. P. Inequality in organizations: Stereotyping, discrimination, and labor law exclusions. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*. 2012. Vol. 31 (3). P. 236–248. URL: <https://doi.org/10.1108/02610151211209090>
- Bhalla S., Bhasin K., Loungani P. Macro Effects of Formal Adoption of Inflation Targeting. IMF Working Paper. WP/23/7. 2023. 29 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400229169.001>.
- Bhandari M. P. Sustainable Development: Is This Paradigm the Remedy of All Challenges? Does Its Goals Capture the Essence of Real Development and Sustainability? With Reference to Discourses, Creativeness, Boundaries and Institutional Architecture. *SocioEconomic Challenges*. 2019. Vol. 3 (4). P. 97–128. URL: [https://doi.org/10.21272/sec.3\(4\).97-128.2019](https://doi.org/10.21272/sec.3(4).97-128.2019)
- Birdsall N., De la Torre A., Menezes R. Washington Contentious: Economic Policies for Social Equity in Latin America. Carnegie Endowment for International Peace and Inter-American, 2001. 84 p. URL: <chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>.
- Blanchard O. Designing the fiscal response to the COVID-19 pandemic. 2020. April 8. URL: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/designing-fiscal-response-covid-19-pandemic>.
- Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*. 2019. Vol. 109 (4). P. 1197–1229. URL: <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>.
- Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy. What Have We Learned? Macroeconomic Policy After the Crisis. International Monetary Fund, 2010.
- Blanchard O., Chouraqui J., Hagemann R., Sartor N. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies*. 1990. No. 15. 30 p.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note. 2010. Iss. 3. URL: <https://doi.org/10.5089/9781455224982.004>.
- Block J. H., Fisch C., Hirschmann M. Solo self-employed individuals and bootstrap financing in the COVID-19 crisis Small Business Economics. 2020 SBEJ-D-20-00758R1. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3598818>.
- Block J. H., Kohn, K., Miller D., Ullrich K. Necessity entrepreneurship and competitive strategy. *Small Business Economics*. 2015. Vol. 44 (1). P. 37–54. URL: <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9589-x>.
- Bodenstein M., Zhao J. On Targeting Frameworks and Optimal Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2019. Vol. 51. No. 8. P. 2077–2113. URL: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12633>.
- Bofinger P., Dullien S., Felbermayr G., Fuest C., Huther M., Sudekun J., Weder di Mauro B. Economic implications of the COVID-19 crisis for Germany and economic policy measures. Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes. P. 167–177. URL: <https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes>.
- Bogdan T., Jovanovic B. Public Expenditure and Tax Policy for the Post-War Reconstruction of Ukraine. WIIW Policy Notes/Policy Report. 2023. No. 69. URL: <https://wiiw.ac.at/public-expenditure-and-tax-policy-for-the-post-war-reconstruction-of-ukraine-p-6573.html>.
- Boiral O., Heras-Saizarbitoria I., Brotherton M.-C. Assessing and Improving the Quality of Sustainability Reports: The Auditors' Perspective. *Journal of Business Ethics*. 2019. Vol. 155. P. 703–721. URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3516-4>.
- Bonatti L., Fracasso A., Tamborini R. I COVID-19 and the Future of Quantitative Easing in the Euro Area: Three Scenarios with a Trilemma. 2020. URL: https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/211393/2_Tamborini%20final.pdf.
- Bouget D., Frazer H., Marlier R., Sabato S., Vanherke B. Social Investment in Europe. A study of national policies. Luxembourg : Publications Office of the European Union, 2015. 48 p.
- Brauninger M. The Budget Deficit, Public Debt, and Endogenous Growth. *Journal of Public Economic Theory*. 2005. Vol. 7, Iss. 5. P. 827–840. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9779.2005.00247.x>.
- Brenner J. Some ideas for a post-war recovery of Ukrainian cities. *Urban Research & Practice*. 2022. Vol. 16, Iss. 2. P. 294–300. URL: <https://doi.org/10.1080/17535069.2022.2097646>.
- Bua G., Kapp D., Kuik F., Lis E. EU emissions allowance prices in the context of the ECB's climate change action plan. *ECB Economic Bulletin*. 2021. Iss. 6. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbbox202106_05~ef8ce0bc70.en.html.
- Buehler K., Conjeaud O., Giudici V. et al. Leadership in the time of coronavirus: COVID-19 response and implications for banks / McKinsey & Company. 2020. March 17. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/leadership-in-the-time-of-coronavirus-covid-19-response-and-implications-for-banks>.

- Buiffie E. F., Airaudo M., Zanna F. Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries. *Journal of International Money and Finance*. 2018. Vol. 81. P. 159–184. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.09.013>.
- Buiter W. A Guide to Public Sector Debt and Deficits. *Economic Policy*. 1985. Vol. 1, Iss. 1. 1985. P. 13–61. URL: <https://doi.org/10.2307/1344612>.
- Bullard J. B. The Fed's New Monetary Policy Framework One Year Later. 2021. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2021/fed-monetary-policy-framework>
- Bullard J. Expected U.S. Macroeconomic Performance during the Pandemic Adjustment Period / Federal Reserve Bank of St. Louis. March 22. 2020. URL: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/march/bullard-expected-us-macroeconomic-performance-pandemic-adjustment-period>.
- Bullard J. Monetary Policy and Fiscal Policy Responses to the COVID-19 Crisis. 2020. November 10. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/fourth-quarter-2020/monetary-policy-fiscal-policy-responses-covid-crisis>.
- Bumpus A., Liverman D. Accumulation by Decarbonisation and the Governance of Carbon Offsets. *Economic Geography*. 2008. Vol. 84 (2). P. 127–156. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2008.tb00401.x>.
- Burgers I., Mosquera I. Corporate Taxation and BEPS: A Fair Slice for Developing Countries? *Erasmus Law Review*. 2017. Iss. 1. URL: <https://doi.org/10.5553/ELR.000077>.
- Cachanosky N., Cutsinger B. P., Hogan Th. L., Luther W. J., Salter A.W. The Federal Reserve's Response to the COVID-19 Contraction: An Initial Appraisal. *Southern Economic Journal*. 2021. Vol. 87 (4). P. 1152–1174. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3726345>.
- Cahn N. COVID-19's impact on women of color. *Forbes*. 2020. 10 May. URL: <https://www.forbes.com/sites/naomicaahn/2020/05/10/mothers-day-and-covid-19s-impact-on-women-of-color/#5d962a4241ac>.
- Camdessus M. Second Generation Reforms: Reflections and New Challenges. 1999. November 8. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp110899>.
- Camous A., Claeys G. The evolution of European economic institutions during the COVID-19 crisis. *EPA (European Policy Analysis)*. 2020. Vol. 6, Iss. 2. P. 328–341. URL: <https://doi.org/10.1002/epa2.1100>.
- Cangiano M., Curristine T. R., Lazare M. Public Financial Management and Its Emerging Architecture. *IMF*. 2013. 468 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781475531091.071>.
- Cantú C., Cavallino P., De Fiore F., Yetman J. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19. *BIS Working Papers*. 2021. No. 934. 23 p. URL: <https://www.bis.org/publ/work934.pdf>.
- Carrero J. M. C., Seara A. Q. The Concept of 'Aggressive Tax Planning' Launched by the OECD and the EU Commission in the BEPS Era: Redefining the Border between Legitimate and Illegitimate Tax Planning. *Intertax*. 2016. Vol. 44, Iss. 3. P. 206–226. URL: <https://doi.org/10.54648/taxi2016015>.
- Casanova C., Hardy B., Onen M. COVID-19 policy measures to support bank lending. *BIS Quarterly Review*. 2021. September. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109d.htm.
- Caselli F., Reynaud J. Do Fiscal Rules Case Better Fiscal Balances? A new Instrumental Variable Strategy. *IMF Working Paper*. 2019. Iss. 049. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498300865.001>.
- Cassola N., De Grauwe P., Morana C., Tirelli P. The risks of exiting too early the policy responses to the COVID-19 recession. *Research in Globalization*. 2022. Vol. 4. URL: <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2021.100073>.
- Castillo Lozoya M. C., Esteban García-Escudero E., Pérez Ortiz M. L. The Effect of TLTRO III on Spanish Credit Institutions' Balance Sheets. *Banco de Espana Article*. 2022. Vol. 9, No. 22.
- Castro A., Cavallo M., Zarutskie R. Understanding Bank Deposit Growth during the COVID-19 Pandemic. *FEDS Notes*. 2022. June 6. URL: <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3133>.
- Cebotari A. Contingent Liabilities: Issues and Practice. *IMF Working Papers*. 2008. Iss. 245. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451871036.001>.
- Cebotari A., Davis J., Lusinyan L., Mati A., Mauro P., Petrie M., Velloso R. Fiscal Risks: Sources, Disclosure, and Management. *IMF Policy Papers*. 2008. Iss. 28. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498334525.007>.
- Cecchetti S., McCauley R., McGuire P. Interpreting TARGET2 balances. *BIS Working Papers*. 2021. No. 393.
- Chakraborty L., Thomas E. COVID-19 and Macroeconomic Uncertainty: Fiscal and Monetary Policy Response. *Working Papers. National Institute of Public Finance and Policy*. 2020. No. 20/302. URL: <https://ideas.repec.org/p/npf/wpaper/20-302.html>.
- Chen M. W. et al. Global economic recovery 10 years after the 2008 financial crisis. *IMF Working Paper*. 2019. Iss. 83. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498305426.001>.

- Chen T.-L., Hsu H.-M., Pan S.-Yu., Chiang P.-C. Advances and challenges of implementing carbon offset mechanism for a low carbon economy: The Taiwanese experience. *Journal of Cleaner Production*. 2019. Vol. 239. 117860. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117860>.
- Čihák M. Stress tester: a toolkit for bank-by-bank analysis with accounting data. *A Guide to IMF Stress Testing: Methods and Models*. International Monetary Fund, 2014.
- Claeys G., Tagliapietra S., Zachmann G. How to make the European Green Deal work. *Policy Contribution*. 2019. No. 13. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/237632/1/168713524X.pdf>.
- Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly journal of economics*. 2000. Vol. 115 (1). P. 147–180. URL: <https://doi.org/10.1162/003355300554692>.
- Clark R., Anderson N. B., Clark V. R. et al. Racism as a stressor for African Americans: A biopsychosocial model. *American Psychologist*. 1990. Vol. 54 (10). P. 805. URL: <https://doi.org/10.1037/0003-066X.54.10.805>.
- Cockburn H. Coronavirus: How 'viral load' and genetics could explain why young people have died from Covid-19. *The Independent*. 2020. April 6. URL: <https://www.independent.co.uk/news/health/coronavirus-viral-load-genetics-young-people-genes-symptoms-covid-19-a9451101.html>.
- Cogley T., Sargent T. J. Evolving post-world war II us inflation dynamics. *NBER Macroeconomics Annual*. 2001. Vol. 16. P. 331–373. URL: <https://doi.org/10.1086/654451>.
- Cohen C., Ali Abbas S., Anthony M. et. al. The Role of State-Contingent Debt Instruments in Sovereign Debt Restructurings. *IMF Staff Discussion Notes*. 2020. No. 20/06. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513556482.006>.
- Cornish L. Interactive: Who's funding the COVID-19 response and what are the priorities? *Devex*. 2021. June 1. URL: <https://www.devex.com/news/interactive-who-s-funding-the-covid-19-response-and-what-are-the-priorities-96833>.
- Correa-Garcia J. A., Garcia-Benau M. A., Garcia-Meca E. Corporate governance and its implications for sustainability reporting quality in Latin American business groups. *Journal of Cleaner Production*. 2020. Vol. 260. P. 121–142. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121142>.
- Corti F., Alcidi C., Gros D., Lisciai A., Shanfakhr S. A qualified treatment for green and social investments within a revised EU fiscal framework. *CEPS Research Report*. 2022. 56 p.
- Crook C. Central Bank Independence May Not Survive the Coronavirus. *Bloomberg*. 2020. April 20. URL: <https://www.bloombergquint.com/opinion/central-bank-independence-may-not-survive-the-coronavirus>.
- Culverhouse S. 2021 Themes: The decline and fall of central bank independence. *Tellimer Research*. 2020. November 24. URL: <https://tellimer.com/article/the-decline-and-fall-of-central-bank-independ>.
- Dalio R. Why and how capitalism needs to be reformed. 2020. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/13/why-and-how-capitalism-needs-to-be-reformed/>.
- Dall'Orto Mas R., Vonessen B., Fehlker C. et al. The case for central bank independence. 2020. URL: <https://data.europa.eu/doi/10.2866/908675>.
- Dappe M. H., Foster V., Mussachio A., Ter-Minnassian T. A Conceptual Framework for Assessing Fiscal Risks from Infrastructure. *Off the Books: Understanding and Mitigating the Fiscal Risks of Infrastructure*. 2023. URL: https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1937-7_ch1.
- Darvas Z., Martin Ph., Ragot X. European fiscal rules require a major overhaul. *Policy Contribution Issue*. 2018. No. 18. URL: <https://doi.org/10.3917/ncae.047.0001>.
- Das U. Bank of England exercises aim to better understand market dynamics / OMFIF. 2023. June 30. URL: https://www.omfif.org/2023/06/bank-of-england-exercises-aim-to-better-understand-market-dynamics/?utm_source=OMFIF+update&utm_medium=email&utm_campaign=OMFIF+update.
- De Calonje I., De la Orden R. Sustainability-Linked Finance— Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets. 2022. January. URL: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/emcompass-note-110-sustainability-linked-finance-web.pdf>.
- De Melo M. Fiscal Adjustment in High-Debt Countries. *Ricerche Economiche*. 1990. No. 2–3. P. 251–272.
- De Rugy V., Salmon J. Are Fiscal Rules an Effective Restraint on Government Debt? 2019. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3690539>.
- De Vries N., Liebrechts W., Van Stel A. Explaining entrepreneurial performance of solo self-employed from a motivational perspective. *Small Business Economics*. 2019. URL: <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00244-8>.
- Debrun X., Hodge A., Duarte Lledo V., Pattillo C. Second-Generation Fiscal Rules: Balancing, Simplicity, Flexibility, and Enforceability. *Staff Discussion Note*. 2018. No 18/04. P. 19–24. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484350683.006>.

Delgado-Téllez M., Ferdinandusse M., Nerlich C. Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area. ECB Economic Bulletin. 2022. Iss. 6. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202206_01~8324008da7.en.html.

Demirguc-Kunt A., Lokshin M., Torre I. Opening-up Trajectories and Economic Recovery: Lessons after the First Wave of the COVID-19 Pandemic. Policy Research Working Paper. 2020. No. 9480. URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9480>.

Devlin H. Why are people from BAME groups dying disproportionately of Covid-19? The Guardian. 2020. April 22. URL: <https://www.theguardian.com/world/2020/apr/22/why-are-people-from-bame-groups-dying-disproportionately-of-covid-19>.

Diamond P. National Debt in a Neoclassical Growth Model. American Economic Review, 1965. Vol. 55. P. 1126–1150.

Díaz-Bonilla E. Fiscal and monetary responses to the COVID-19 pandemic: Some thoughts for developing countries and the international community. 2020. URL: https://doi.org/10.2499/p15738coll2.133762_22.

Domar E. The Burden of the Debt and the National Income. American Economic Review. 1944, December.

Dorn J. A. Maintaining Distance between Monetary and Fiscal Policy. 2020. November 18. URL: <https://www.cato.org/publications/pandemics-policy/maintaining-distance-between-monetary-fiscal-policy#null>.

Drakopoulos D., Goel R., Natalucci F., Papageorgiou E. Emerging and Frontier Markets: Policy Tools in Times of Financial Stress. 2020. October 23. URL: <https://blogs.imf.org/2020/10/23/emerging-and-frontier-markets-policy-tools-in-times-of-financial-stress/>.

Duan Y., Ghoul S. E., Guedhami O., Li H., Li X. Bank systemic risk around COVID-19: A cross-country analysis. Journal of Banking & Finance. 2021. Vol. 133 (C), 106299. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106299>.

Dwyer G. P. Jr. Rules and Discretion in Monetary Policy. Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis. 1993. Vol. 75, No. 3. URL: <https://doi.org/10.20955/r.75.3-14>.

Dzigbede K. D., Patha R. COVID-19 economic shocks and fiscal policy options for Ghana. Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management. 2020. Vol. 32, Iss. 5. URL: <https://doi.org/10.1108/JPBAFM-07-2020-0127>.

Ebben J., Johnson A. Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time. Journal of Business Venturing. 2006. Vol. 21 (6). P. 851–865. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.06.007>.

Edelberg W., Sheiner L. What could additional fiscal policy do for the economy in the next three years? 2020. October 9. URL: <https://www.brookings.edu/research/what-could-additional-fiscal-policy-do-for-the-economy-in-the-next-three-years/>.

Edlebi J., Mitchell B., Richardson J. The Great Consolidation of Banks and Acceleration of Branch Closures Across America: Branch Closure Rate Doubled During the Pandemic. 2022. February. URL: <https://ncrc.org/the-great-consolidation-of-banks-and-acceleration-of-branch-closures-across-america/>.

Ehrentraud J., Raihan Z. Prudential response to debt under Covid-19: the supervisory challenges. FSI Briefs. 2020. No 10. August. URL: <https://www.bis.org/fsi/fsibriefs10.pdf>.

Eichenbaum S. M., Rebelo S., Trabandt A. M. The Macroeconomics of Epidemics. NBER Working Paper. 2020. No. 26882. URL: <https://doi.org/10.3386/w26882>.

Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy. Princeton University Press, 2021. P. 3–33. URL: <https://doi.org/10.2307/j.ctv1h9dhc9.6>.

El Amri A., Boutti R., Rodhain F. Sustainable Finance at the time of Institutions: Performativity through the lens of Responsible Management in Morocco. Financial Markets, Institutions and Risks. 2020. Vol. 4 (2). P. 52–64. URL: [https://doi.org/10.21272/fmir.4\(2\).52-64.2020](https://doi.org/10.21272/fmir.4(2).52-64.2020).

Elkerbout M., Egenhofer C., Ferrer J., Cătuți M., Kustova I., Rizos V. The European Green Deal after Corona: Implications for EU climate policy. 2020. March. URL: https://www.researchgate.net/publication/351416850_The_European_Green_Deal_after_Corona_Implications_for_EU_climate_policy.

Emerson M., Lazarević M., Blockmans S., Subotić S. A Template for Staged Accession to the EU / Centre for European Policy Research. 2021. URL: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/a-template-for-staged-accession-to-the-eu/>.

Enria A. Identification and measurement of credit risk in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic. 2020. December 4. URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2020/ssm.2020_letter_credit_risk_identification_measurement~734f2a0b84.en.pdf.

Epstein R., Borrell-Carrio F., Suchman A. The biopsychosocial model 25 years later: Principles, practice, and scientific inquiry. Annals of Family Medicine. 2000. Vol. 2 (6). P. 576–582. URL: <https://doi.org/10.1370/afm.245>.

- Estévez A. Zoomism and discipline for productive immobility. *Critical Legal Thinking*. 2020. 13 May. URL: https://criticallegalthinking.com/2020/05/13/zoomism-and-discipline-for-productive-immobility/?fbclid=IwAR3By_LRMlpKywLYToxHfQg9usKIGtUJQqCcItSfB4ZAkcxxLlg3Ba6L8.
- Ewing-Nelson C. Despite Slight Gains in May, Women Have Still Been Hit Hardest by Pandemic-Related Job Losses / National Women's Law Center. 2020. URL: <https://nwlc-ciw49tixgw5lbab.stackpathdns.com/wp-content/uploads/2020/06/May-Jobs-FS.pdf>.
- Eyraud L., Debrun X., Hodge A., Lledó V., Pattillo C. Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability. IMF Staff Discussion Note. 2018. April. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484350683.006>.
- Falato A., Goldstein I., Hortaçsu A. Financial Fragility in the COVID-19 Crisis: The Case of Investment Funds in Corporate Bond Markets. NBER Working Paper Series. 2020. No. 27559. URL: <https://doi.org/10.3386/w27559>.
- Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. IMF Economic Review. 2014. No. 62. P. 569–605. URL: <https://doi.org/10.1057/imfer.2014.25>.
- Faria e Castro M. Fiscal Policy during a Pandemic. 2020. URL: <https://doi.org/10.20955/wp.2020.006>.
- Fayol H. Administration Industrielle et Générale. Paris : Dunod et Pinat, 1916. 174 p.
- Feldkircher M., Florian H. F., Pfarrhofer M. Measuring the Effectiveness of US Monetary Policy during the COVID-19 Recession. 2020. July 30. URL: https://www.researchgate.net/publication/343334043_Measuring_the_Effectiveness_of_US_Monetary_Policy_during_the_COVID-19_Recession.
- Feldkircher M., Huber F., Moder I. et al. Modeling the evolution of monetary policy rules in CESEE. Focus on European Economic Integration. 2016. No. 1. P. 8–27.
- Ferrando A., Popov A., Udell G. Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions. ECB Working Paper. 2021. No. 2598. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3937768>.
- Filipova-Slancheva A. Automatic exchange of tax information: initiation, implementation and guidelines in Bulgarian context. Problems and Perspectives in Management. 2017. Vol. 15 (2-si). P. 510–517. URL: [https://doi.org/10.21511/ppm.15\(si\).2017.04](https://doi.org/10.21511/ppm.15(si).2017.04).
- Fischer S. Modern Approaches to Central Banking. NBER Working Paper. 1995. No. 5064. 74 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w5064>.
- Fornaro L., Martin W. 2020. Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy. URL: <https://www.crei.cat/wp-content/uploads/2020/03/C19-1.pdf>.
- Friedman M. The Optimum Quantity of Money. Routledge, 2017. 308 p.
- Frömmel M., Schobert F. Monetary policy rules in central and Eastern Europe (Tech. Rep.). Hannover Economic Papers (HEP). 2006. URL: <https://ideas.repec.org/p/han/dpaper/dp-341.html>.
- Fukuyama F. Trust. The Social Virtues and the Creation of Prosperity. New York : The Free Press, 1995.
- Gagnon J. Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy. Peterson Institute, 2011.
- Gaspar V., Medas P., Perrelli R. Riding the Global Debt Rollercoaster. IMF Blog. 2022, December 12.
- Ghohoui W., Medas P. Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks. Special Series on Fiscal Policies to Respond to COVID-19 / IMF. 2020. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/enspecial-series-on-covid19fiscal-rules-escape-clauses-and-large-shocks.ashx>.
- Georgieva K. Confronting Fragmentation Where It Matters Most: Trade, Debt, and Climate Action. IMF Blog. 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/01/16/Confronting-fragmentation-where-it-matters-most-trade-debt-and-climate-action>.
- Georgieva K. The Long Ascent: Overcoming the Crisis and Building a More Resilient Economy. 2020. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/10/06/sp100620-the-long-ascent-overcoming-the-crisis-and-building-a-more-resilient-economy..>
- Gernego Iu. O., Dyba M. I. Private social investments as a solution for rural development. Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development. 2018. Vol. 40. No. 3. P. 320–328. URL: <https://doi.org/10.15544/mts.2018.30>.
- Ghosh A. R., Ostry J. D., Chamon M. Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. Journal of International Money and Finance. 2016. Vol. 60. P. 172–196. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.03.005>.
- Ghosh J. The frickle charms of private global finance. Project Syndicat. 2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/>.
- Giavazzi F., Tabellini G. Covid Perpetual Eurobonds: Jointly Guaranteed and Supported by the ECB. 2020. March 24. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/covid-perpetual-eurobonds-jointly-guaranteed-and-supported-ecb>.

- Goel R., Gautam D., Natalucci F. Sustainable Finance in Emerging Markets: Evolution, Challenges, Policy Priorities. IMF Working Paper. 2022. Iss. 182. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400218101.001>.
- Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. NBER Working Paper Series. 2018. No. 24286. URL: <https://doi.org/10.3386/w24286>.
- Grabowski W., Janus J., Stawasz-Grabowska E. The COVID-19 pandemic and financial markets in Central Europe: Macroeconomic measures and international policy spillovers. *Emerging Markets Review*. 2023. Vol. 54. 100991. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100991>.
- Grahl J. Review essay money as sovereignty: The economics of Michel Aglietta. *New Political Economy*. 2000. Vol. 5 (2). P. 291–316. URL: <https://doi.org/10.1080/713687767>.
- Gruber M., Schmitz S. W., Note S. P., Schmitz S. W. A pragmatic solution for the liquidity in resolution problem. *SUERF Policy Note*. 2021. Iss. 222.
- Gruji A., Lepushynskiy V., Nikolaychuk S. A Neutral Real Interest Rate in the Case of a Small Open Economy: Application to Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2018. No. 243. P. 4–20. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2018.243.004>.
- Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L., Werning I. Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? NBER Working Paper. 2020. No. 26918. URL: <https://doi.org/10.3386/w26918>.
- Gutmann R. La monnaie entre violence et confiance. *L'Année de la régulation*. 2003. No. 7. P. 207–217. URL: <https://doi.org/10.3917/scpo.colle.2003.01.0207>.
- Guttenberg L., Hemke J. Corona: A European Safety Net for the Fiscal Response / Hertie School Jacques Delors Centre. 2020. URL: https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2020/08/20200313_Corona_Guttenberg-1.pdf.
- Guzman M. An analysis of Argentina's 2001 default resolution. *CIGI Papers*. 2016. No. 110. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2861166>.
- Haan de, J., Eijffinger S. C. The Politics of Central Bank Independence. *De Nederlandsche Bank Working Paper*. 2019. No. 539. URL: <https://www.dnb.nl/media/xtceupg3/working-paper-539.pdf>.
- Haas J., Neely C. J. Central Bank Responses to COVID 19. *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses*. 2020. No. 23. URL: <https://doi.org/10.20955/es.2020.23>.
- Halushchak I., Kokhan I., Dmytrovska V., Kropelnyska S., Krykhovetska Z. The Impact of Tax Policy on Investment Activities in the Context of Ukraine's Integration into the European Union. *Bulletin of the Georgian National Academy of Sciences*. 2023. Vol. 17, No. 1. P. 159–167.
- Hammond G. State of the Art of Inflation Targeting. London : Bank of England, 2012. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/cbbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting>.
- Han X., Mauro P., Ralyea J. Fiscal Anatomy of Two Crises and an Interlude. *IMF Working Paper*. 2023. Iss. 117. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400242120.001>.
- Hansen L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1982. Vol. 50, No. 4. P. 1029–1054. URL: <https://doi.org/10.2307/1912775>.
- Haroutunian S., Hauptmeier S., Leiner-Killinger N. The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies / ECB. 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202004_07~145cc90654.en.html.
- Haroutunian S., Osterloh S., Sławińska K. The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis. *ECB Economic Bulletin*. 2021. January.
- Harris J., Tim T., Zohrab J., Karolova V., Rahman J. Updating the Balance Sheet and Quantifying Fiscal Risks from Climate Change. *IMF Staff Country Reports*. 2022. No. 22/150. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400209970.002>.
- Harrison R. T., Mason C. M., Girling P. Financial bootstrapping and venture development in the software industry. *Entrepreneurship & Regional Development*. 2004. Vol. 16 (4). P. 307–333. URL: <https://doi.org/10.1080/0898562042000263276>.
- Hauptmeier S., Leiner-Killinger N. Reflections on the Stability and Growth Pact's Preventive Arm in Light of the Covid-19 Crisis. *Intereconomics*. 2020. Vol. 55, No. 5. P. 296–300. URL: <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0919-8>.
- Havrylyshyn O., Meng X., Tupy M. L. 25 Years of Reforms in Ex-Communist Countries: Fast and Extensive Reforms Led to Higher Growth and More Political Freedom. *Cato Institute Policy Analysis*. 2016. No. 795. URL: <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/25-years-reforms-ex-communist-countries-fast-extensive-reforms-led>.
- Hawker E. The post COVID-19 bank branch: evolving for a new future. 2020. URL: <https://www.paconsulting.com/insights/the-post-covid-19-bank-branch-evolving-for-a-new-future>.

- He Z., Nagel S., Song Z. Treasury Inconvenience Yields during the COVID-19 Crisis. NBER Working Paper Series. 2020. No. 27416. URL: <https://doi.org/10.3386/w27416>.
- Healy G., Bradley H. Forson C. Intersectional sensibilities in analysing inequality regimes in public sector organizations. *Gender, Work and Organization*. 2011. Vol. 18 (5). P. 467–487. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0432.2011.00557.x>.
- Heider F., Saidi F., Schepens G. Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32, No. 10. P. 3728–3761. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz016>.
- Hellman J. S., Jones G., Kaufmann D. Seize the State, Seize the Day: State Capture, Corruption, and Influence in Transition. *Police Research Working Paper*. 2000. No. 2444. URL: https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19784/multi_page.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Hemming R., Kell M., Schimmelpfennig A. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies. *IMF Occasional Paper*. 2003. No. 218. URL: <https://doi.org/10.5089/9781589061965.084>.
- Hlávka J., Rose A. COVID-19's Total Cost to the U.S. Economy Will Reach \$14 Trillion by End of 2023. *The Conversation*. 2023. May 16. URL: <https://theconversation.com/covid-19s-total-cost-to-the-economy-in-us-will-reach-14-trillion-by-end-of-2023-new-research-205379>.
- Hodrick R. J., Prescott E. C. Postwar US business cycles: an empirical investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1997. Vol. 29, No. 1. URL: <https://doi.org/10.2307/2953682>.
- Hollmayr J., Kühl M. Monetary-Fiscal Interaction and Quantitative Easing. *Economics Letters*. 2019. Vol. 174. P. 200–207. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.10.033>.
- Hondiul O. D., Saprykina M. A., Zaitseva-Chipak N. O. Future of Work 2030 study: how to prepare for change in Ukraine. 2022. URL: <https://csr-ukraine.org/wp-content/uploads/2021/07/Future-of-Work-research-Eng.pdf>.
- Horn S., Meyer J., Trebesch C. Coronabonds: The Forgotten History of European Community Debt. 2020. April 15. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/coronabonds-forgotten-history-european-community-debt>.
- Hu Y. Empirical investigations of inflation targeting. *IIE Working Papers Series*. 2004. No. 03-6. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.515002>.
- Humphrey T., Keteher R. The lender of last resort: A historical perspective. *Federal Reserve Bank of Richmond*, 1979.
- Iefymenko T. Anti-Crisis Fiscal Adjustment under the Conditions of Martial Law and Post-War Recovery in Ukraine. *Public Governance, Administration and Finances Law Review*. 2022. Vol. 7. No. 1. P. 21–37. URL: <https://doi.org/10.53116/pgafir.2022.1.2>.
- Izotov D. A. Economic Policy Responses to COVID-19 of the Northeast Asia Countries. *Spatial Economics*. 2021. Vol. 17, No. 3. URL: <https://doi.org/10.14530/se.2021.3.156-178>.
- Jahan S. Inflation Targeting: Holding the Line. Central banks use interest rates to steer price increases toward a publicly announced goal. *Finance and Development*. 2003. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/72-inflation-targeting.htm>.
- Jinjarak Y., Ahmed R., Nair-Desai S. et al. COVID dominance: Pandemic shocks and fiscal-monetary policies in the euro area. 2020. July 6. URL: <https://voxeu.org/article/pandemic-shocks-and-fiscal-monetary-policies-euro-area>.
- Jolly J., Davies R. Johnson announces aim for UK to get 25% of electricity from nuclear power. *The Guardian*. 2022. March 21. URL: <https://www.theguardian.com/environment/2022/mar/21/johnson-announces-aim-for-uk-to-get-25-of-energy-from-nuclear-power>.
- Jorda O., Singh S.S., Taylor A. M. Longer-run economic consequences of pandemics. NBER Working Paper. No. 26934. URL: <https://doi.org/10.3386/w26934>.
- Judd J. P., Rudebusch G. D. et al. Taylor's rule and the fed: 1970-1997. *FRBSF Economic Review*. 1998. No. 3. P. 3–16. URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/wp-content/uploads/sites/4/3-16.pdf>.
- Kalman R. E. A new approach to linear filtering and prediction problems. *Journal of Basic Engineering*. 1960. Vol. 81 (1). P. 35–40. URL: <https://doi.org/10.1115/1.3662552>.
- Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. NBER Working Paper Series. 2019. No. 25890. URL: <https://doi.org/10.3386/w25890>.
- Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crisis. *International Monetary Fund. IMF Staff Papers*. 1998. Vol. 45, No. 1. URL: <https://doi.org/10.2307/3867328>.
- Kaplan G., Moll B., Violante G. L. The Great Lockdown and the Big Stimulus: Tracing the Pandemic Possibility Frontier for the U.S. NBER Working Papers. 2020. No. 27794. URL: <https://doi.org/10.3386/w27794>.
- Kapoor S., Buiter W. To Fight the COVID Pandemic, Policymakers Must Move Fast and Break Taboos. 2020. April 6. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/fight-covid-pandemic-policymakers-must-move-fast-and-break-taboos>.

- Karaman S. Covid-19, sovereign risk and monetary policy: Evidence from the European Monetary Union. *Central Bank Review*. 2022. No. 22. P. 99–107. URL: <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2022.08.001>.
- Kargar M., Lester B., Lindsay D., Liu S., Weill P. O., Zúñiga D. Corporate Bond Liquidity During the COVID-19 Crisis. 2020. URL: <https://doi.org/10.21799/frbp.wp.2020.43>.
- Kargar M., Lester B., Lindsay D., Liu S., Weill P. O., Zúñiga D. Corporate Bond Liquidity During the COVID-19 Crisis. 2020. URL: <https://doi.org/10.21799/frbp.wp.2020.43>.
- Kawarska A. Fiscal Rules in Poland (Reguly fiskalne w Polsce). University of Warsaw, Faculty of Management. *Research Reports*. 2016. Vol. 2, Iss. 22. P. 213–233. URL: <https://ideas.repec.org/a/sgm/resrep/v2i22y2016p213-223.html>.
- Keynes J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave MacMillan, 1936 (2018). 404 p.
- Khvedchuk K., Sinichenko V., Topf B. Estimating a natural level of financial dollarization in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2019. No. 247. P. 38–44. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.03>.
- Kiel I. F. W. Economic Outlook Update: German GDP expected to slump between 4.5 and 9 percent in 2020. 2020. URL: <https://www.ifw-kiel.de/publications/media-information/2020/economic-outlook-update-german-gdp-expected-to-s slump-between-45-and-9-percent-in-2020/> (accessed 14 April 2020).
- Kim K., Laubach T., Wei M. Macroeconomic effects of large-scale asset purchases: New evidence. *Finance and Economics Discussion Series (FEDS)*. 2020. June. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.047>.
- Kim P. H., Aldrich H. E., Keister L. A. Access (not) denied: The impact of financial, human, and cultural capital on entrepreneurial entry in the United States. *Small Business Economics*. 2006. Vol. 27 (1). P. 5–22. URL: <https://doi.org/10.1007/s11187-006-0007-x>.
- Klein N. Screen new deal. *The Intercept*. 2020. 8 May. URL: <https://theintercept.com/2020/05/08/ andrew-cuomo-eric-schmidt-coronavirus-tech-shock-doctrine>.
- Klooster J., Tilburg R. Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs. 2020. URL: <https://doi.org/10.31235/osf.io/2bx8h>.
- Koijen R. S. J., Koulischer F., Nguyen B., Yogo M. Euro-area quantitative easing and portfolio rebalancing. *American Economic Review*. 2017. Vol. 107. No. 5. P. 621–627. URL: <https://doi.org/10.1257/aer.p20171037>.
- Kolodko G. W. Lessons for the Emerging Markets from Poland's Great Change. 2005. September. P. 4–5. URL: <http://web.unitn.it/files/download/11693/kolodko.pdf>.
- Kono J., Ostermeyer Y., Wallbaum H. Investigation of regional conditions and sustainability indicators for sustainable product development of building materials. *Journal of Cleaner Production*. 2018. Vol. 196. P. 1356–1364. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.06.057>.
- Koulourid E., Kumar S., Nario L., Pepanides T., Vettori M. Managing and monitoring credit risk after the COVID-19 pandemic / McKinsey and Company. 2020. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/managing-and-monitoring-credit-risk-after-the-covid-19-pandemic>.
- Kraay A., Nehru V. When Is External Debt Sustainable? *World Bank Economic Review*. 2006. Vol. 20 (3). P. 341–365. URL: <https://doi.org/10.1093/wber/lhl006>.
- Krugman P. Working out: How low must inflation go. *The New York Times*. 2022. June 3.
- Kunaedi A., Darwanto D. Central Bank Independence and Inflation: The Matters of Financial Development and Institutional Quality. *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi*. 2020. Vol. 9 (1). URL: <http://dx.doi.org/10.15408/sjie.v9i1.12899>.
- Küpfer M. The Politicization of Monetary Policy – Revisiting Central Bank Independence in the Light of the Current Political Climate. 2020. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3736233>.
- Kurov A. The Fed has to choose between generational inflation or the first banking crisis since 2008, finance professor says. *Fortune*. 2023. March 20.
- Kwapil C., Rieder K. The effects of the monetary policy response to the COVID-19 pandemic: preliminary evidence from a pilot study using Austrian bank-level data. *Oesterreichische Nationalbank: Monetary Policy and the Economy Q4 (2020)–Q1. 2021*.
- Lacalle D. Paper: Monetary and Fiscal Policies In The Covid-19 Crisis. Will They Work? *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives*. 2020. Vol. 2 (3). URL: <https://doi.org/10.35995/jbafp2030018>.
- Laeven L., Valencia F. Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly. *IMF Working Papers*. 2010. No. 10/146. URL: <http://dx.doi.org/10.5089/9781455201297.001>.
- Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises Database: An Update. *IMF Working Papers*. 2012. No. 12/163. URL: <http://dx.doi.org/10.5089/9781475505054.001>.
- Lagarde Ch. Our response to the coronavirus emergency / European Central Bank. 2020. March 19. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.en.html>.

Lane P. R. Globalisation and monetary policy. Speech by the Member of the Executive Board of the ECB, at the University of California. 2019. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191001~b4d59257ea.en.html>.

Le Roy E. *Dogme Et Critique*. Ulan Press, 2012. 40 p.

Leandro Á. The fiscal response to COVID-19 in Europe: will it be enough? 2020. September 3. URL: <https://www.caixabankresearch.com/en/economics-markets/activity-growth/fiscal-response-covid-19-europewill-it-be-enough>.

Lee B.-C., Longe-Akindemowo O. Regulatory Issues in Electronic Money. A Legal-Economics Analysis. University of Wollongong Working Paper. 1998. WP 98-2. P. 78–80.

Lepetit A., Fuentes-Albero C. The limited power of monetary policy in a pandemic. *European Economic Review*. 2022. Vol. 147. URL: <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2022.104168>.

Levenkov A., Vasiliev G., Potapov S. Evolution of Tools and Approaches within the Enlarged Global Financial Safety Net in Response to the COVID-19 Crisis. EFSD Working Paper. 2021. No. 2021/1. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3941746>.

Li J., Pan S/-Yu., Kim H., Linn J. H., Chiang P.-C. Building green supply chains in eco-industrial parks towards a green economy: Barriers and strategies, *Journal of Environmental Management*. 2015. Vol. 162. P. 158–170. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2015.07.030>.

Lindauer D. L., Pritchett L. What's the Big Idea?: The Third Generation of Policies for Economic Growth. *Economía*. Vol. 3. Iss. 1. URL: <https://doi.org/10.1353/eco.2002.0017>.

Lukács E. The economic role of SMEs in world economy, especially in Europe. *European Integration Studies*. 2005. No. 4 (1). P. 3–12.

Lybek T. Hungarian Monetary Policy Operations Before, During, and After the Pandemic: Hungary. *Selected Issues Papers*. 2023. Iss. 005. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400234866.018>.

Lyu B., Da J. Y., Ostic D., Yu H. Ch. How Does Green Credit Promote Carbon Reduction? A Mediated Model. *Frontiers in Environmental Science*. 2022. Vol. 10. URL: <https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.878060>.

Ma K. W. F., McKinnon T. COVID-19 and cyber fraud: Emerging threats during the pandemic. *Journal of Financial Crime*. 2022. No. 29 (2). P. 433–446. URL: <https://doi.org/10.1108/JFC-01-2021-0016>.

Makarov D., Kent S. Challenger banks: How convenience, innovation, and trust will shape tomorrow's banking. *Kearney*. 2020. URL: <https://www.kearney.com/industry/financial-services/article/-/insights/how-convenience-innovation-and-trust-will-shape-tomorrows-banking>.

Malata A. R., Pinshi Ch. P. Fading the effects of coronavirus with monetary policy. 2020. URL: [https://doi.org/10.14505/tpref.v11.2\(22\).03](https://doi.org/10.14505/tpref.v11.2(22).03).

Mandler M. *The Taylor rule and interest rate uncertainty in the US 1955-2006*. Giessen : University of Giessen, 2007.

Mann C. Real and financial lenses to assess the economic consequences of COVID-19. *Economics in the Time of COVID-19*. Paris ; London : CEPR Press, 2020. URL: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/economics-time-covid-19>.

Marangos J. Shock Therapy and its Consequences in Transition Economies. *Development*. 2005. No. 48 (2). P. 70–78. URL: <https://doi.org/10.1057/palgrave.development.1100136>.

Marangos J. The Evolution of the Anti-Washington Consensus Debate: From 'Post-Washington Consensus' to 'After the Washington Consensus'. *Competition & Change*. 2008. Vol. 12, No. 3. P. 227–244. URL: <https://doi.org/10.1179/102452908X320400>.

Marcin C. G. Inflation in the wake of coronavirus and war [What Think Tanks are thinking] / *EPRS*. 2022. URL: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2022\)729336](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)729336).

Mardan M. The effects of thin capitalization rules when firms are financially constrained. 8th Norwegian-German Seminar on Public Economics, CES ifo. Munich, 2013. P. 4–15.

Mariana, S. J., de. A Treatise on the Alteration of Money. *Journal of Markets & Morality*. 2002. Vol. 5, No. 2. P. 523–593.

Martin C., Milas C. Financial crises and monetary policy: Evidence from the UK. *Journal of Financial Stability*. 2013. Vol. 9 (4). P. 654–661. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2012.08.002>.

Martinez A. Bios, mythoi and women entrepreneurs: A Wynterian analysis of the intersectional impacts of the COVID-19 pandemic on self-employed women and women-owned businesses. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*. 2020. Vol. 38 (5). P. 391–403. URL: <https://doi.org/10.1177/0266242620939935>.

Martinez Dy A. Not all entrepreneurship is created equal: Theorising entrepreneurial disadvantage through social positionality. *European Management Review*. 2020. January 29. URL: <https://doi.org/10.1177/0266242620939935>.

- Masciandaro D. COVID-19 Helicopter Money, Monetary Policy and Central Bank Independence: Economics and Politics. BAFFI CAREFIN Centre Research Paper. 2020. No. 2020-137. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3583466>.
- Mathews M. R., Perera M. H. B. Accounting Theory & Development. Thomson Publishing Company, 1996. 378 p.
- Mathieu C., Sterdyniak H. Do we need fiscal rules? Revue de l'OFCE. 2013. No. 127. P. 189–233 URL: <https://doi.org/10.3917/reof.127.0189>.
- Matolcsy G. Supporting Hungarian SMEs through Covid. 2020. July 29. URL: <https://www.omfif.org/2020/07/supporting-hungarian-smes-through-covid/>.
- Mazzullo A. Rethinking Taxation of Impact Investments. Contemporary Issues in Sustainable Finance. Palgrave Studies in Impact Finance. Palgrave Macmillan, 2020. P. 37–59. URL: https://doi.org/10.1007/978-3-030-40248-8_3.
- McCaul E. Banks' credit risk management and IFRS 9 provisioning during the COVID-19 crisis. 2021. November 24. URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2021/html/ssm.sp211124~6d895ab6a5.en.html>.
- McGill K., Haye R., Lipo S. A Practical Guide to Global Anti-Tax Evasion Frameworks. Palgrave Macmillan, 2017. URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-319-61783-1>.
- Mendoza E., Oviedo P. Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Emerging Markets: The Tale of the Tormented Insurer. NBER Working Paper Series. 2005. No. 12586. URL: <https://doi.org/10.3386/w12586>.
- Mersch Y. (The ECB's Monetary Policy amid the Pandemic. 2020. October 19. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201019~20fac0cd9c.en.html>.
- Miao C., Rutherford M. W., Pollack J. M. An exploratory meta-analysis of the nomological network of bootstrapping in SMEs. Journal of Business Venturing Insights. 2017. Vol. 8. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2017.04.002>.
- Mill J. S. Principles of Political Economy. New York : D. Appleton and Company, 1885. 792 p.
- Mion G., Loza Adauí C. R. Mandatory Nonfinancial Disclosure and Its Consequences on the Sustainability Reporting Quality of Italian and German Companies. Sustainability. 2019. No. 11. URL: <https://doi.org/10.3390/su11174612>.
- Mitchell W., Wray L. R., Watts W. Macroeconomics. London : Macmillan : Red Globe Press, 2019. 604 p.
- Mitha S. Fiscal policy after Covid-19. Tax Journal. 2020. Iss. 1505. URL: <https://www.taxjournal.com/articles/fiscal-policy-after-covid-19>.
- Monkelbaan J. Governance for the Sustainable Development Goals. Exploring an Integrative Framework of Theories, Tools, and Competencies. Berlin ; Heidelberg : Springer, 2019. URL: <https://doi.org/10.1007/978-981-13-0475-0>.
- Montoriol-Garriga J. New monetary policy targets. 2013. URL: <https://www.caixabankresearch.com/en/economics-markets/monetary-policy/new-monetary-policy-targets>.
- Motl M. Impacts of the Covid-19 Pandemic on the World Economy. CNB Global Economic Outlook. 2020. P. 12–24. URL: <https://ideas.repec.org/h/cnb/ocpubc/geo2020-4.html>.
- Mourre G., Reut A. Non-tax revenue in the European Union: A source of fiscal risk. International Tax and Public Finance. 2019. Vol. 26. P. 198–223. URL: <https://doi.org/10.1007/s10797-018-9498-z>.
- Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. Canadian Journal of Economic and Political Science. 1963. Vol. 29. No. 4. P. 475–485. URL: <https://doi.org/10.2307/139336>.
- Mundell R. A. Money and the Sovereignty of the State. Monetary Theory and Policy Experience / ed. by A. Leijonhufvud. New York : Palgrave Macmillan, 2001. P. 291–337.
- Mwase N., Kumah F. Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. IMF Working Paper. 2015. WP/15/12. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484366912.001>.
- Naim M. Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? Foreign Policy. 2000. No. 118. P. 86–103. URL: <https://doi.org/10.2307/1149672>.
- Newey W. K., West K. D. Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. International Economic Review. 1987. Vol. 28, No. 3. P. 777–787. URL: <https://doi.org/10.2307/2526578>.
- Nhamo G., Odularu G. O. A., Mjimba V. Scaling up SDGs Implementation. Emerging Cases from State, Development and Private Sectors. Berlin ; Heidelberg : Springer, 2019. URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-030-33216-7>.
- Nicholls A. Sustainable Finance: A Primer and Recent Developments. Background paper. Asian Development Outlook 2021: Financing a Green and Inclusive Recovery. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/691951/ado2021bp-sustainable-finance.pdf>
- Nienaber M. Germany launches 750 billion euro package to fight coronavirus. 2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-germany-budget/germany-launches-750-billion-euro-package-to-fight-coronavirus-idUSKBN21A2XU>.

- Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. NBER Working Paper. 2004. No. 10396. URL: <https://doi.org/10.3386/w10396>.
- Orphanides A. Monetary policy rules, macroeconomic stability, and inflation: A view from the trenches. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2004. P. 151–175. URL: <https://doi.org/10.3386/w10396>.
- Paddaro E. Latin America's Triple Sudden Stop. Project Syndicate. 2020. URL: <https://www.project-syndicate.org>.
- Parisi L., Chalamandaris D. E., Amamou R., Torstensson P. Liquidity in resolution: estimating possible liquidity gaps for specific banks in resolution and in a systemic crisis. ECB Occasional Paper. 2020. No. 2020250. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3727927>.
- Patel I. Monetary Policy in Postwar Years. IMF Staff Papers. 1953. No. 3 (1). P. 69–131. URL: <https://doi.org/10.20955/r.75.3-14>.
- Peat M., Svec J., Wang J. The Effects of Fiscal Opacity on Sovereign Credit Spreads. *Emerging Markets Review*. 2015. Vol. 24. P. 34–45. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.05.001>.
- Pfeiffer P., Roeger W., Veld J. The COVID-19 pandemic in the EU: Macroeconomic transmission and policy report. Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers. 2020. Iss. 30. P. 120–145. URL: <https://cepr.org/sites/default/files/CovidEconomics30.pdf>.
- Phillips A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom. New Series. Vol. 25, No. 100. P. 283–299. URL: <https://doi.org/10.2307/2550759>.
- Pilkington E. Black Americans dying of Covid-19 at three times the rate of white people. *The Guardian*. 2020. May 20. URL: <https://www.theguardian.com/world/2020/may/20/black-americans-death-rate-covid-19-coronavirus>.
- Plantier C., Scrimgeour D. Estimating a Taylor rule for New Zealand with a time-varying neutral real rate. RBNZ Discussion Paper. 2002. No. 06. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.318019>.
- Poast P. Central Banks at War. International Organization. 2015. No. 69 (1). P. 63–95. URL: <https://doi.org/10.1017/S0020818314000265>.
- Poast P. Central Banks at War. International Organization. 2015. No. 69 (1). P. 63–95. URL: <https://doi.org/10.1017/S0020818314000265>.
- Podpiera J. The role of ad hoc factors in policy rate settings. *Economic Modeling*. 2008. Vol. 25 (5). P. 1003–1010. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2008.01.005>.
- Pokorny T. Explaining Czech inflation by a time-varying Taylor rule. s. l: Faculty of Economics of Prague University of Economics and Business. 2021.
- Qiang C., Pengfei Zh. A Theoretical Reflection on the OECD's New Statistics Reporting Framework for the Mutual Agreement Procedure: Isolating, Measuring, and Monitoring. *Journal of International Economic Law*. 2018. Vol. 21, Iss. 4. P. 867–884. URL: <https://doi.org/10.1093/jiel/jgy043>.
- Rakic D. The ECB's Policy Response to the COVID-19 Crisis / ECB. 2020. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/648787/IPOL_BRI\(2020\)648787_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/648787/IPOL_BRI(2020)648787_EN.pdf).
- Rankin N., Roffia B. Maximum Sustainable Government Debt in the Overlapping Generations Model. *The Manchester School*. 2003. Vol. 71, Iss. 3. P. 217–241. URL: <https://doi.org/10.1111/1467-9957.00344>.
- Rauwald C. VW plans short-time work for about 80,000 German employees. 2020. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-24/vw-plans-short-time-work-for-about-80-000-german-employees>.
- Rebucci A., Hartley J. S., Jiménez D. An event study of COVID-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies. 2021. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3607645>.
- Reinhart C. Fear of Floating: Exchange Rate Flexibility Indices. MPRA Paper. 2001. No. 13196. 13 p.
- Reis R. The Burst of High Inflation in 2021-2022: How and Why Did We Get Here? BIS Working Papers. 2022. No 1060. URL: <https://www.bis.org/publ/work1060.htm>.
- Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium. 2003. P. 285–333.
- Rodrik D. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature*. 2006 Vol. 44, No. 4. P. 973–987. URL: <https://doi.org/10.1257/jel.44.4.973>.
- Rogoff K. Falling real interest rates, rising debt: A free lunch? *Journal of Policy Modeling*. 2020. Vol. 42 (4). P. 778–790. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2020.03.004>.
- Roubini N., Mihm S. Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance. Penguin Books, 2011. 359 p.
- Ruf M., Schindker D. Debt Shifting and Thin-Capitalization Rules German Experience and Alternative Approaches. NHH Discussion Paper RRR. 2012. December 13. 24 p.

ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ І ЗАГРОЗ

Sarker P. COVID Crisis: Fiscal, Monetary and Macro-financial Policy Responses. *Theoretical and Applied Economics*. 2020. Vol. 3 (624). URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3601524>.

Scarlata J. G. 7 Inflation Targeting. 2022. URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781589060944/ch07.xml>.

Schnabel I. The ECB's Independence in Times of Mounting Public Debt. 2020. October 10. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in201010~438af28894.en.html>.

Seghers A., Vanacker T., Manigart S. The impact of human and social capital on entrepreneurs' knowledge of finance alternatives. *Journal of Small Business Management*. 2012. Vol. 50 (1). P. 63–86. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2011.00344.x>.

Šehović D. General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination. *Journal of Central Banking. Theory and Practice*. 2013. No. 3. P. 5–27.

Siddique H. British BAME Covid-19 death rate 'more than twice that of whites'. *The Guardian*. 2020. 1 May. URL: <https://www.theguardian.com/world/2020/may/01/british-bame-covid-19-death-rate-more-than-twice-that-of-whites>.

Silkos P., Christophe B., Creel J. et al. The ECB's Asset Purchase Programmes: Experience and Future Perspectives. 2020. URL: <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/211589/Topic%202%20Compilation.pdf>.

Sirello O. Who has purchased euro area debt since the start of the health crisis? *Eco Notepad*. 2020. Post No. 188. 2020. November.

Sobel M. The misnomer of central bank 'independence'. 2020. April 30. URL: <https://www.omfif.org/2020/04/the-misnomer-of-central-bank-independence/>.

Sokolova T., Sushchenko O., Schwarze R. Roadmap for a Green Financial Policy in Ukraine under the EU Association Agreement. *UFZ Discussion Papers. Helmholtz-Zentrum für Umweltforschung GmbH*. 2019. No. 6. URL: https://www.ufz.de/export/data/global/232525_DP_2019_06_Sokolova_etal.pdf.

Sorgner A., Fritsch M., Kritikos A. Do entrepreneurs really earn less? *Small Business Economics*. 2017. Vol. 49 (2). P. 251–272. URL: <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9874-6>.

Stiglitz J. E. *Economics of the public sector*. 3rd ed. W. W. Norton & Company, 2000. 848 p.

Stiglitz J. E. The Post Washington Consensus Consensus. *The Initiative for Policy Dialogue*. 2004. 15 p. URL: http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_Post_Washington_Consensus_Paper.pdf.

Stiglitz J. E. Wars Aren't Won with Peacetime Economies. *Project Syndicate*. 2022. October 17. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/west-needs-war-economics-energy-food-supply-shortages-by-joseph-e-stiglitz-2022-10>.

Stiglitz J. *Globalization and Its Discontents*. London: Penguin Books, 2002. 288 p.

Stiglitz J. E. More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus. 1998. 40 p. URL: <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/AL02-1998.pdf>.

Stone M., Roger S., Shimizu S., Nordstrom A., Kisinbay T., Restrepo J. The role of the exchange rate in inflation-targeting emerging economies. *Washington, D. C. : International Monetary Fund*, 2009. 96 p.

Storonyanska I., Melnyk M., Benovska L., Sytnyk N., Zakhidna O. Economic activity vs generation of local budgets' revenues: Regional disparities in COVID-19 instability. *Public and Municipal Finance*. 2021. Vol. 10, Iss. 1. P. 94–105. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/pmf.10\(1\).2021.08](http://dx.doi.org/10.21511/pmf.10(1).2021.08).

Strupczewski J. EU finance ministers eye simpler fiscal rules. 2019. September 19. URL: <https://www.reuters.com/article/eu-fiscal-rules/eu-finance-ministers-eye-simpler-fiscal-rules-idUSL5N26504F>.

Svensson L. E. O. Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis. 2009. URL: <https://www.bis.org/review/r090923d.pdf>.

Taleb N. N. *The black swan: the impact of the highly improbable*. Random House, 2007. 400 p.

Tamvada J. P. Entrepreneurship and welfare. *Small Business Economics*. 2010. Vol. 34 (1). P. 65–79. URL: <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9195-5>.

Taylor E., Schwartz J. Germany's short-time work fix offers Europe a crisis model. 2020. URL: <https://www.theguardian.pe.ca/business/reuters/germanys-short-time-work-fix-offers-europe-a-crisis-model-435253/>.

Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1993. No. 39. P. 195–214. URL: [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L).

Teilhard de Chardin P. *The Phenomenon of Man*. New York : Harper& Row, 1959. 312 p.

Teodoru L. R., Akepanidaworn K. Managing financial sector risks from the COVID-19 crisis in the Caucasus and Central Asia. *Washington, DC : International Monetary Fund*, March 2022. URL: <https://doi.org/10.5089/9798400201189.087>.

- Ter-Minassian T. Identifying and Mitigating Fiscal Risks from State-Owned Enterprises (SOEs). IDB. 2017. URL: <https://state-owned-enterprises.worldbank.org/sites/soe/files/reports/Identifying%20and%20Mitigating%20Fiscal%20Risks%20from%20State-Owned%20Enterprises%20%28SOEs%29.pdf>.
- Tinson A., Aldridge H. Women, work and wages in the UK Understanding the position of women in the UK. New Policy Institute. 2016. October. URL: https://www.npi.org.uk/files/2214/7766/7305/Women_Work_and_Wages_in_the_UK_NPI_report.pdf.
- Tooze A. The Death of the Central Bank Myth. 2020. May 13. URL: <https://foreignpolicy.com/2020/05/13/european-central-bank-myth-monetary-policy-german-court-ruling/>.
- Torelli R., Balluchi F., Furlotti K. The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports. Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 2019. Vol. 27, Iss. 2. P.470–484. URL: <https://doi.org/10.1002/csr.1813>.
- Tressel T., Ding X. Global Corporate Stress Tests – Impact of the COVID-19 Pandemic and Policy Responses. IMF Working Papers. 2021. Iss. 212. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513590820.001>.
- Valdes A. Coronavirus: BAME deaths urgently need to be understood, including any potential genetic component. The Conversation. 2020. 21 May. URL: <https://theconversation.com/coronavirus-bame-deaths-urgently-need-to-be-understood-including-any-potential-genetic-component-138400>.
- Vanacker T., Manigart S., Meuleman M., Sels L. A longitudinal study on the relationship between financial bootstrapping and new venture growth. Entrepreneurship & Regional Development. 2011. Vol. 23 (9-10). P. 681–705. URL: <https://doi.org/10.1080/08985626.2010.502250>.
- Vavra D. Inflation Targeting Experience: Lessons for Ukraine. Visnyk of the National Bank of Ukraine. 2015. No.233. P. 39–53. <https://doi.org/10.26531/vnbu2015.233.039>.
- Velasco A. Are We All Keynesian Again? Project Syndicate. 2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/>.
- Vernadsky V. I. A few words about the noosphere. The progress of modern biology. 1944. Vol. 18, No. 2. P.113–120.
- Vernadsky V. I. The biosphere and the noosphere. American Scientist. 1945. Vol. 33, No. 1. P. 1–12.
- Villar L. Sticking to the Target. Finance and Development. 2023. March. P. 48–49. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/POV-Colombia-sticking-to-the-target-leonardo-villar>.
- Villares-Varela M. Negotiating class, femininity and career: Latin American migrant women entrepreneurs in Spain. International Migration. 2017. Vol. 56. P. 109–124. URL: <https://doi.org/10.1111/imig.12361>.
- Vipra T. Inflation targets not met – MPC to examine today. 2022. November 3. URL: <https://prsindia.org/theprsblog/inflation-targets-not-met-%E2%80%93-mpc-to-examine-today>.
- Vlados C. The phases of the postwar evolution of capitalism: The transition from the current crisis into a new worldwide developmental trajectory. Perspectives on Global Development and Technology. 2019. Vol. 18 (4). P.457–488. URL: <https://doi.org/10.1163/15691497-12341528>.
- Walker P. L., Shenkir W. G., Barton T. L. Enterprise Risk Management: Pulling it All Together. Institute of Internal Auditors, 2002. 263 p.
- Warner F. C. Diversity must not be sidelined in the distribution of the government's £ 1bn start-up support package. Medium. 2020. April 20. URL: <https://medium.com/@checkwarner/diversity-must-not-be-sidelined-in-the-distribution-of-the-governments-1-2bn-7892505f87ac>.
- Warner F. C. Investors: The future of the tech industry depends on us. Medium. 2020. 18 May. URL: <https://medium.com/@checkwarner/investors-the-future-of-the-tech-industry-depends-on-us-8a384911ef86>.
- Webber S. Thin Capitalization and Interest Deduction Rules: A Worldwide Survey. Tax Notes International. 2010. Vol. 60, No. 9. P. 683–708.
- Wessel D., Milstrein E. What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis? Brookings. 2021. December 17. URL: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>.
- Wibowo T. Fiscal Sustainability and Risks of Provincial Government After Pandemic. JEJAK. 2023. Vol. 16, No.1. URL: <https://doi.org/10.15294/jejak.v16i1.38067>.
- Wibowo T., Siregar H., Rustiadi E., Hardi A. T. The Analysis of Sub-National Fiscal Risk in Indonesia. International Journal of Sustainable Development & Planning. 2022. Vol. 17. Iss. 7. P. 2183–2188. URL: <http://dx.doi.org/10.18280/ijstdp.170718>.
- Wierzbowska A. European banking sector and bank lending amid COVID-19. Australian and New Zealand Journal of European Studies. 2022. Vol. 14, No. 1. URL: <https://doi.org/10.30722/anzjes.vol14.iss1.15854>.
- Williamson J. A Short History of the Washington Consensus. 2004. URL: <https://piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>.

Williamson J. What Washington Means by Policy Reform. *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* / ed. by J. Williamson. Washington : Institute for International Economics, 1990. URL: <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform>.

Winborg J., Landström H. Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*. 2020. Vol. 16 (3). P. 235–254. URL: [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00055-5).

Wray R. L. *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary System*. London ; New York : Palgrave Macmillan, 2015. xvi + 306 p.

Wren L. S. 2020. The economic effects of a pandemic. *Economics in the Time of COVID-19*. Paris ; London : CEPR Press, 2020. URL: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/economics-time-covid-19>.

Yakita A. Sustainability of Public Debt, Public Capital Formation, and Endogenous Growth in an Overlapping Generations Setting. *Journal of Public Economics*. 2008. Vol. 92, Iss. 3–4. P. 897–914. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.05.007>.

Yashiv E. Breaking the taboo: The political economy of COVID motivated helicopter drops. 2020. March 26. URL: <https://voxeu.org/article/politicaconomy-covid-motivated-helicopter-drops>.

Yashiv E. Breaking the taboo: The political economy of COVID motivated helicopter drops. 2020. March 26. URL: <https://voxeu.org/article/politicaconomy-covid-motivated-helicopter-drops>.

Zhang C., Osborn D. R., Kim D. H. The New Keynesian Phillips Curve: From sticky inflation to sticky prices. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2008. Vol. 40 (4). P. 667–699. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2008.00131.x>.

Zimmermann C. D. *A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty*. Oxford: Oxford University Press, 2014. 304 p. URL: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199680740.001.0001>.

Zimmermann C. D. The Concept of Monetary Sovereignty Revisited. *The European Journal of International Law*. 2013. Vol. 24, No. 3. P. 797–818. URL: <https://doi.org/10.1093/ejil/cht041>.

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

**ФІСКАЛЬНА ТА МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА
НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ
І ЗАГРОЗ**

За редакцією Т. І. Єфименко

Відповідальний за випуск
С. В. Бартош

Формат 70x100/16. Ум. друк. арк. 94,4.

Видавець: Державна навчально-наукова установа
“Академія фінансового управління”
01034, м. Київ, вул. О. Гончара, 46/48, тел./факс: (044) 277-51-15.

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4348 від 08.08.2012.