

Т. П. Богдан

доктор економічних наук, старший науковий співробітник, директор з наукової роботи ГО "Гроуфорд інститут", головний науковий співробітник ДННУ "Академія фінансового управління" Київ, Україна, t.bogdan@growford.org.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>

**ФІСКАЛЬНІ ЕКСПАНСІЇ ТА ПРОБЛЕМИ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ
ПІД ЧАС ПАНДЕМІЇ**

Анотація. Безпрецедентний характер епідеміологічної та економічної кризи у світі у 2020–2021 рр. і масштабні заходи державної підтримки економіки та гуманітарної сфери загострили увагу до проблематики проявів та ефектів активної фіскальної політики, а також методів гарантування довгострокової боргової стійкості держави. У статті визначено основні досягнення та проблеми активного застосування урядами інструментів антикризової фіскальної політики у світовому вимірі, проаналізовано динаміку боргових експансій у різних групах країн та акцентовано увагу на проблематиці загострення боргових ризиків. Розкрито спільні та відмінні риси фіскально-боргової ситуації в Україні у 2020–2021 рр. порівняно з іншими країнами. Запропоновано перелік та обчислено значення ключових індикаторів боргового навантаження України, на основі чого сформовано профіль боргових ризиків національних державних фінансів. У контексті загальносвітових проблем модифікації та підвищення ролі фіскальних правил, а також особливостей фіскальної політики і боргової позиції Уряду України розроблено пропозиції, спрямовані на посилення стійкості вітчизняних державних фінансів при використанні антикризового потенціалу фіскальної політики.

Ключові слова: пандемія, антикризова фіскальна політика, боргова стійкість, фіскальні правила.

Рис. 4. Літ. 20.

Tetiana Bogdan

Dr. Sc. (Economics), Senior Research Fellow, NGO "Growford Institute", SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, t.bogdan@growford.org.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>

**FISCAL EXPANSIONS AND DEBT SUSTAINABILITY PROBLEMS
DURING A PANDEMIC**

Abstract. Unprecedented epidemic and economic world-wide crises in 2020-2021 and large-scaled actions of state support for economies and humanitarian areas attracted attention to the problems of developments and effects of the active fiscal policy, as well as the methods of securing a long-term debt sustainability for public finances. The purpose of this article is revealing the common global and country-specific forms of expression of the fiscal and debt expansions in the course of pandemic and economic uncertainty, identification of their potential effects as well as defining paths for making public debt manageable over the long run. To achieve this purpose, the author reviews theoretical sources, research and advisory papers of the international organizations, elaborates on international databases of economic and financial indicators, applies a generalization method, historical and logical methods, methods of comparisons, analysis and synthesis.

As a result, the author identifies the major achievements and problems of active implementation of the anti-crisis fiscal policy in the global context, analyses the dynamics of debt expansions in the different country groups and emphasizes the problem of accumulation of the debt-related risks. The common and distinguished features of the fiscal policy stance and debt position in Ukraine are revealed as compared to situations in other countries. The author suggests a set of debt burden indicators and calculates their values for Ukraine, that enables to establish a debt risk profile for Ukraine's public finances. Taking into account the global problems of fiscal rules modifications, enhancing their role for debt sustainability, as well as particularities of the fiscal policy and debt position of Ukraine's government, the author develops the proposals, aimed at strengthening the fiscal sustainability of Ukraine with simultaneous application of the anti-crisis potential of fiscal policy.

Keywords: pandemic, anti-crisis fiscal policy, debt sustainability, fiscal rules.

JEL classification: E62, H12, H63.

Через два роки після початку пандемії COVID-19 спалахи нових штамів коронавірусу та збільшення кількості жертв перешкоджають відновленню світової економіки і нормалізації фінансової політики. У глобальному масштабі фінансово-економічні ризики залишаються високими й зумовлюються невизначеністю майбутньої динаміки пандемії, траєкторії економічного відновлення, масштабів довгострокових збитків від пандемії, рівня соціальної напруженості та ризикованістю боргових зобов'язань урядів.

Окремі вчені говорять про те, що економічні ефекти пандемії COVID-19 у світі є порівнянними з ефектами боргової кризи 1980-х років і "Великої депресії" 1930-х років [1]. Десятиріччя 2020-х років вже отримало назву другого "втраченого десятиріччя" для країн, що розвиваються. Однак навіть серед цих держав показники України є далекими від оптимістичних: у 2020 р. темпи падіння на 1,9 в. п. ВВП перевищували середню величину в країнах із ринками, що формуються, а у 2021 р. темпи зростання на 3,4 в. п. ВВП відставатимуть від середнього показника (порівняння на основі даних [2]).

Головними причинами такої ситуації, на нашу думку, є слабка підтримка вітчизняної економіки фіскальними та монетарними стимулами під час пандемії, її залежність від імпорту енергоносіїв при істотному підвищенні їхньої вартості, загострення воєнно-політичної напруженості наприкінці 2021 р., а також накопичення дисбалансів у монетарній та фіскальній сферах.

У таких умовах особливий інтерес для науковців і практиків державного управління становлять проблеми аналізу й оцінки антикризової фіскальної політики України, а також боргової позиції держави в контексті глобальних проблем боротьби з епідемічно-економічною кризою та балансування цілей активної фіскальної політики з утриманням середньострокової боргової стійкості.

Метою дослідження є виявлення загальносвітових та внутрішньокраїнних форм прояву фіскально-боргових експансій у період пандемії та економічної невизначеності, з'ясування їх потенційних наслідків, а також окреслення шляхів забезпечення керованості борговими процесами на тривалу перспективу.

Для досягнення цієї мети систематизовано наявні теоретичні джерела, консультативні та дослідницькі матеріали міжнародних організацій, опрацьовано міжнародні бази даних фінансово-економічних показників, а також застосовано методи узагальнення, історичний, логічний методи, метод порівнянь, методи аналізу і синтезу.

1. Антикризова фіскальна політика у світі: досягнення та нові виклики

З початку коронакризи вартість фіскальних пакетів порятунку у світі сягнула 16,9 трлн дол. США [3]. Потужні заходи фіскальної підтримки запобігали радикальному зниженню економічної активності, значнішим втратам робочих місць і вагомішим соціальним витратам. Фіскальні заходи також пом'якшували негативні ефекти пандемії на приватний попит, споживання і зайнятість. Фахівці Міжнародного валютного фонду (*далі* – МВФ) підрахували, що додаткові заходи фіскальної політики стосовно доходів і видатків держави із початку пандемії зменшили темпи падіння глобального ВВП на 2 % у 2020 р. [4]. Насправді, сила впливу фіскальної політики була ще більшою, оскільки вказані оцінки не враховують стимулюючі ефекти державних позик, гарантій та вливання урядами капіталів у статутні фонди компаній.

Багато країн із ринками, що формуються, хоча й мали менш об'ємні пакети порятунку, отримали користь від вторинних ефектів масивної фіскальної та монетарної підтримки економік у розвинутих країнах. Подібна підтримка позитивно вплинула на рівень глобального попиту, пом'якшила умови світового фінансового ринку і знизила обсяги відпливу капіталів.

У розвинутих країнах вартість реагуючих заходів фіскальної політики у відповідь на пандемію фахівці МВФ оцінюють на рівні 27,7 % ВВП (на березень 2021 р). У структурі фіскальних пакетів додаткові державні видатки і податкові заходи досягають 16,4 % ВВП, а фіскальні заходи з підтримки ліквідності – 11,3 % ВВП [4].

У країнах з ринками, що формуються, вартість антикризових фіскальних заходів із початку пандемії оцінюється на рівні 6,7 % ВВП, що в чотири рази відстає від рівня розвинутих країн. З цієї суми 4,2 % ВВП становлять додаткові державні видатки й недоотримані доходи, а 2,5 % ВВП – фіскальні заходи з підтримки ліквідності.

Процес фіскальних 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 фіскальних пакетів порятунку виявилася в рази меншою (відносно ВВП), ніж у розвинутих країнах.

У цілому, за висновком МВФ, пандемія проклала вододіл між країнами, котрі в змозі повною мірою фінансувати видатки надзвичайного стану та захищати життя людей, і країнами, що виконували ці функції лише частко-

во. Належність конкретної країни до першої чи другої групи визначалася передусім наявним фіскальним простором і рівнем державних боргів напередодні кризи.

У 2021 р. у багатьох країнах фіскальна політика залишалася експансивною. Світовий дефіцит бюджету в цьому році суттєво перевищив його рівень у допандемічний період (більше ніж удвічі). При цьому такі відмінності є разючими в розвинутих країнах (майже трикратне перевищення). Бюджетний дефіцит у розвинутих країнах має зменшитися з 10,8 % ВВП у 2020 р. до 8,8 % у 2021 р., а в країнах з ринками, що формуються, – з 9,6 до 6,6 % ВВП (дані з [3]).

Пріоритетним завданням фіскальної політики у всіх країнах залишається покриття потреб сфери охорони здоров'я. Але також визнається необхідність продовження фіскальної підтримки економіки в умовах карантинних обмежень і нестійкого економічного відновлення. Фахівці МВФ застерігають: доти, доки пандемію не буде взято під контроль, фіскальна політика повинна надавати підтримку системам охорони здоров'я, домогосподарствам і компаніям, що зазнають втрат від пандемії [4]. Водночас, з огляду на зростання вартості позикового фінансування та звуження фіскального простору у всіх країнах, уряди повинні опікуватися питаннями адресності фіскальної підтримки, спрямовуючи її лише постраждалим категоріям бізнесу й населення.

У розвинутих країнах покращання епідеміологічної ситуації дає змогу урядам поступово переносити акценти фіскальної політики з антикризових заходів на інвестування в довгострокові структурні цілі – підвищення продуктивності економіки, досягнення її кліматичної нейтральності та прискорення переходу до цифрових технологій. Прикладом такої політики є план “Нове покоління ЄС”.

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. Ці рамки складаються з: довгострокових фіскальних цілей, які ще називаються фіскальними “якорями”; фіскальних правил – тривалих законодавчих обмежень на фіскальні агрегати; фіскальних інститутів і процедур підготовки, схвалення й виконання бюджету.

У міру звуження можливостей позикового фінансування чи підвищення його вартості уряди країн із ринками, що формуються, змушені будуть вдаватися як до мобілізації додаткових доходів до бюджетів, так і до оптимізації бюджетних видатків. У цьому контексті експерти МВФ радять запровадити чи посилити прогресивність прибуткових податків, усунути податкові “лазівки” та вилучення, вдосконалити конструкцію податку на додану вартість через введення електронного адміністрування і розширення податкової бази, а також посилення здатності оподатковувати власність [5]. А в контексті видаткової частини бюджету найбільш очевидними сферами оптимізації мали б стати державні субсидії та управління державними інвестиціями (запровадження міжнародних стандартів транспарентності, здійснення регулярних аудитів інвестиційних проектів та ін.).

Водночас загострення проблем бідності та нерівності з початку пандемії COVID-19, її трагічні наслідки й непередбаченість медичних систем багатьох країн повсюдно сформувавши суспільні запити на дієві системи охорони здоров'я, соціального захисту населення, на сучасну освіту та якісну інфраструктуру (див. детально [6]).

Тому 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;
- підтримка економіки до досягнення прийнятних рівнів вакцинації і винайдення якісніших вакцин;
- фінансування довгострокових потреб соціально-економічного розвитку;
- стримування небезпечного наростання державного боргу.

2. Нарощування державних боргів і проблеми боргової стійкості у світовому вимірі

Надання масштабної фіскальної підтримки під час пандемії 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 зростання державного боргу спостерігалось у більшості країн. За даними МВФ, упродовж 2020–2021 рр. середній рівень державного боргу у світі має зрости на 14,2 % ВВП. При цьому в розвинутих країнах приріст державного боргу сягатиме 17,8 % ВВП, а в Україні – лише 3,9 % ВВП (розраховано за даними [3]).

Рівень світового державного боргу, за оцінками МВФ, наприкінці 2021 р. становитиме 97,8 % ВВП. При цьому в розвинутих країнах він дорівнюватиме 121,6 % ВВП, а в країнах з ринками, що формуються, – 64,3 %. Порівняно з останніми в Україні борг сектору загального державного управління відставатиме від середніх значень і становитиме 54,4 % ВВП (рис. 1).

У 2021–2022 рр. перед фіскальною політикою багатьох країн постало завдання уникнення надто активного й надміру раннього усунення програм фіскальної допомоги за одночасного запевнення учасників фінансового ринку в середньостроковій стійкості державних фінансів. Це потребує наявності надійних рамок фіскальної політики, а також ефективних комунікацій із громадськістю на предмет того, як уряд планує досягати фіскальних цілей після подолання пандемії. Вирішальне значення для досягнення балансу між фіскальними експансіями і борговою стійкістю мають надійні середньострокові параметри бюджету та відновлення дії чи вдосконалення конструкції фіскальних правил, які б дали змогу закріпити курс на консолідацію державних фінансів.

Актуальність цієї проблеми зростає за очікуваного підвищення світових процентних ставок. З другого півріччя 2021 р. умови фінансування для країн з ринками, що формуються, поступово погіршуються. Зокрема, зростає

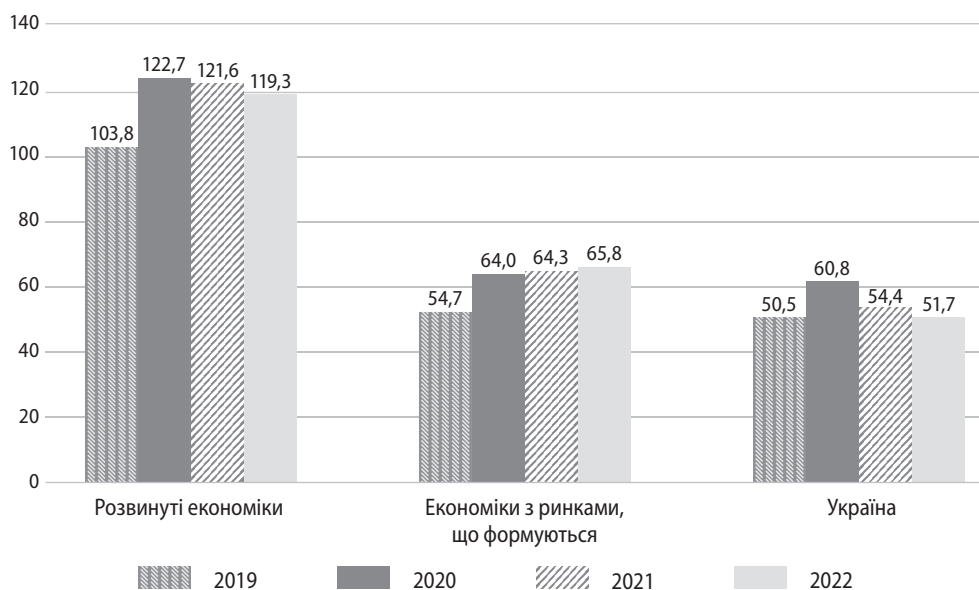


Рис. 1. Борг сектору загального державного управління в Україні та різних групах країн, % ВВП

Побудовано за: Fiscal Monitor / International Monetary Fund. 2021. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

середня дохідність облігацій з цих ринків відносно облігацій Казначейства США, що наразі пояснюється впливом внутрішніх чинників (вищою інфляцією, реакцією певних центральних банків та фіскальними ризиками). Водночас було зафіксовано зростання дохідності згаданих облігацій, що у перспективі може спричинити додатковий тиск і обернутися підвищенням вартості фінансування для багатьох країн.

У 2022 р. раптова зміна курсу монетарної політики в розвинутих країнах здатна спричинити різке погорсткішання умов фінансування, що негативно позначатиметься на потоках міжнародних капіталів і посилюватиме тиск на країни з нестійкими борговими позиціями. За оцінкою фахівців МВФ, у випадку зростання дохідності 10-річних облігацій США на 100 б. п. строкові премії за облігаціями з ринків, що формуються, збільшаться на 140 б. п. упродовж чотирьох місяців [7].

З другої половини 2021 р. підвищується вразливість країн з ринками, що формуються, до ризиків рефінансування боргу і коливань світових процентних ставок. Найадекватнішою реакцією цих країн стало б накопичення достатнього обсягу міжнародних резервів та зміцнення внутрішнього ринку капіталів. Такі зрушення могли б частково компенсувати втрати від розвороту потоків капіталу й підвищення вартості зовнішнього фінансування.

Створення надійних рамок фіскальної політики уряду стає необхідним елементом довіри до неї, а також її передбачуваності для учасників фінансо-

вих ринків. Широко визнається той факт, що рамки фіскальної політики є важливим інструментом для підтримки фіскальної стійкості як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються [3]. Безпрецедентний характер поточної кризи й сильна реакція фіскальної політики спонукали багато держав відійти від законодавчих обмежень на фіскальні агрегати (фіскальних правил): понад 50 держав активували положення про відхід від фіскальних правил або припинили їх дію. Більше половини з цих країн – члени Європейського Союзу (ЄС) та Західноафриканського економічного і монетарного союзу, котрі застосували вказані положення на наднаціональному рівні. А такі держави, як Колумбія, Гана і Перу, вдалися до подібних кроків на національному рівні [3].

Наприклад, ЄС за пропозицією Європейської комісії ввів у дію спільне застереження про звільнення від фіскальних правил і призупинив дію вимоги про фіскальні коригування, які мали здійснювати держави-члени для досягнення середньострокових бюджетних цілей. Крім того, більш як половина країн ЄС запровадили національні застереження про звільнення від зобов'язань за фіскальними правилами.

У теорії визнається, що фіскальні правила мають бути достатньо гнучкими для того, аби давати змогу поглинати неочікувані економічні та інші шоки [9]. І якщо перегляд фіскальних правил є необхідним (неминучим), то він повинен гарантувати, що нові правила відповідатимуть перспективним цілям політики, наприклад, стійкості боргової ситуації. Крім того, припинення дії або зміна фіскального правила державою повинні підтримуватися ефективною комунікаційною стратегією, що пояснює їх причини ринкам і громадськості [10].

Тобто для стримування вартості позикового фінансування в умовах порушення фіскальних правил важливі комунікація органів макроекономічного регулювання та збалансоване середньострокове планування. Слід пояснити громадськості, як уряд планує досягати фіскальних цілей після подолання пандемії, та відобразити це у відповідних бюджетних документах.

Перевага такого підходу полягає в тому, що при досягненні впевненості кредиторів у фіскальній відповідальності держави й утриманні боргової стійкості уряд без проблем фінансуватиме бюджетний дефіцит і пролонгуватиме державний борг. Уряди, котрі мають доступ до недорогого ринкового фінансування, можуть дозволити собі тимчасове нарощування дефіциту бюджету для впровадження програм антикризової підтримки, але при цьому слід зафіксувати зобов'язання щодо майбутніх фіскальних коригувань.

Дотримання бюджетної дисципліни та чітке інформування громадськості про пріоритетні цілі економічної політики, підтримуване прозорістю фіскальної сфери, з високою ймовірністю допоможе утримувати помірну вартість державних запозичень, що зробить свій внесок у подолання безпрецедентної епідемічної та економічної кризи.

3. Бюджетний дефіцит і державний борг України під час пандемії

Дефіцит державного бюджету України за 11 місяців 2021 р. становив 66 млрд грн, або 1,5 % ВВП, а дефіцит зведеного бюджету – 12,2 млрд грн, або 0,3 % ВВП (розраховано за даними [11]). Величина циклічно скоригованого первинного балансу (англ. cyclically-adjusted primary budget balance, САРВ) сектору загального державного управління (за оцінками НБУ) в III кв. 2021 р. сягнула +3,4 % потенційного ВВП. У I і II кварталах 2021 р. цей баланс також мав додатні значення [12, с. 27].

Тобто у поточному році фіскальна політика України справляла пригнічуючий вплив на сукупний попит. Величина фіскального імпульсу у 2021 р. набула від'ємних значень, що вказувало на пожорсткішання фіскальної політики порівняно з минулим роком і перехід до стадії фіскальної консолідації в розпал пандемії.

Порівнюючи САРВ України з показниками інших країн із ринками, що формуються, у 2021 р., маємо констатувати надмірно жорсткий характер фіскальної політики в нашій країні. Так, український САРВ на рівні +3,4 % ВВП кратно перевищував середній САРВ для країн цієї групи (–0,8 % ВВП) за оцінкою МВФ. САРВ у європейських країнах із ринками, що формуються, у 2021 р. очікується на рівні –1,8 % ВВП, у т. ч. у Польщі – –2,6 % ВВП, Румунії – –4,9, Угорщині – –4,7 % ВВП [3].

Суттєве пожорсткішання фіскальної політики України при продовженні епідемічної кризи та не надто активному економічному відновленні, на нашу думку, було передчасним. Такий курс різко контрастує з політикою 2020 р., що відчутно підтримала національну економіку в період подвійної кризи. Так, у 2020 р. САРВ сектору загального державного управління в Україні становив –1,8 % ВВП, а фіскальний імпульс був позитивним і досяг величини 3 % ВВП (за даними [3]).

У останньому “Fiscal Monitor” експерти МВФ акцентують 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 фаза пандемії: 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 продовження надання фіскальної підтримки було би правильним рішенням. Водночас для країн, котрі не мають фіскального простору й потерпають від пандемії, рятівним колом мали б стати програми МВФ чи інші форми зовнішньої підтримки [3].

М. Карденас, Л. Антоні Річі та ін. підкреслюють: “Уникнення передчасного припинення фіскальної підтримки у країнах, що розвиваються, є надважливим завданням з огляду на те, що ці країни все ще мають високі показники інфікування і смертності, вакцинація просувається дуже повільно, а відновлення економіки є частковим, непевним та недостатньо сильним для допомоги тим, хто страждає від подвійної кризи” [13].

У рішенні лідерів “Великої двадцятки” (G20), прийнятому на Римському саміті в жовтні 2021 р., зазначається, що наразі відновлення світової економіки є нерівномірним у міжкраїнному вимірі та наражається на ризики гальмування через поширення нових штамів COVID-19 і низькі темпи вакцинації. Тому лідери цих країн беруть на себе зобов’язання використовувати всі доступні інструменти підтримки так довго, як цього вимагатиме нівелювання наслідків пандемії, особливо в частині її впливу на найбільш постраждалі групи – жінок, дітей, малокваліфікованих працівників і неформально зайнятих. У рішенні G20 відзначено також наміри уникати передчасного усунення засобів підтримки при збереженні фінансової стабільності й довгострокової фіскальної стійкості [14].

Отже, з урахуванням наявних в Україні проблем і напрацювань світових лідерів у 2021–2022 рр., на наш погляд, *доцільно уникати надто активного й надміру раннього відходу від програм фіскальної підтримки економіки та гуманітарної сфери, не залишаючи поза увагою проблеми збереження боргової стійкості й макрофінансової стабільності.*

На 30 листопада 2021 р. обсяг державного і гарантованого державою боргу становив 2559 млрд грн, або 94,2 млрд дол. США [15]. Внутрішній борг дорівнював 41,5 %, а зовнішній борг – 58,5 % загальної суми боргу. В абсолютному вираженні сума державного і гарантованого боргу збільшилася на 28 % протягом 2020 р., а в лютому – жовтні 2021 р. вона зменшувалася (рис. 2).

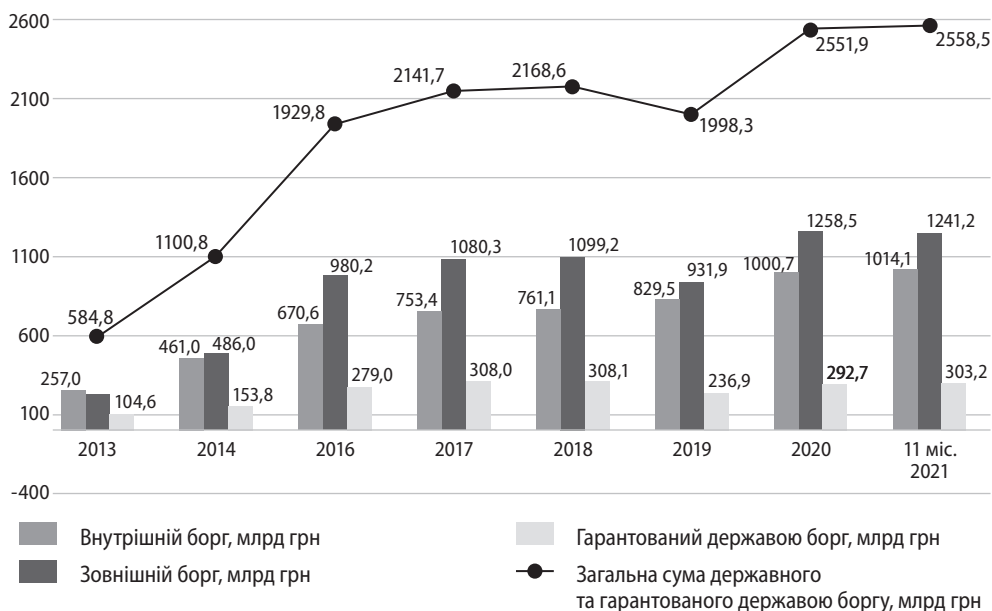


Рис. 2. Динаміка державного боргу України та його основних складових у 2013–2021 рр.

Побудовано за: Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

Важливою складовою державного боргу України є заборгованість за облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Обсяги розміщення гривневих ОВДП, рівень їхньої номінальної та реальної дохідності у помісячному розрізі в квітні 2017 – жовтні 2021 р. відображено на рис. 3. Наведені дані демонструють, що у 2021 р. найбільші запозичення на внутрішньому ринку Уряд проводив у січні й червні, коли обсяги розміщень гривневих ОВДП становили 36,2 млрд і 37 млрд грн.

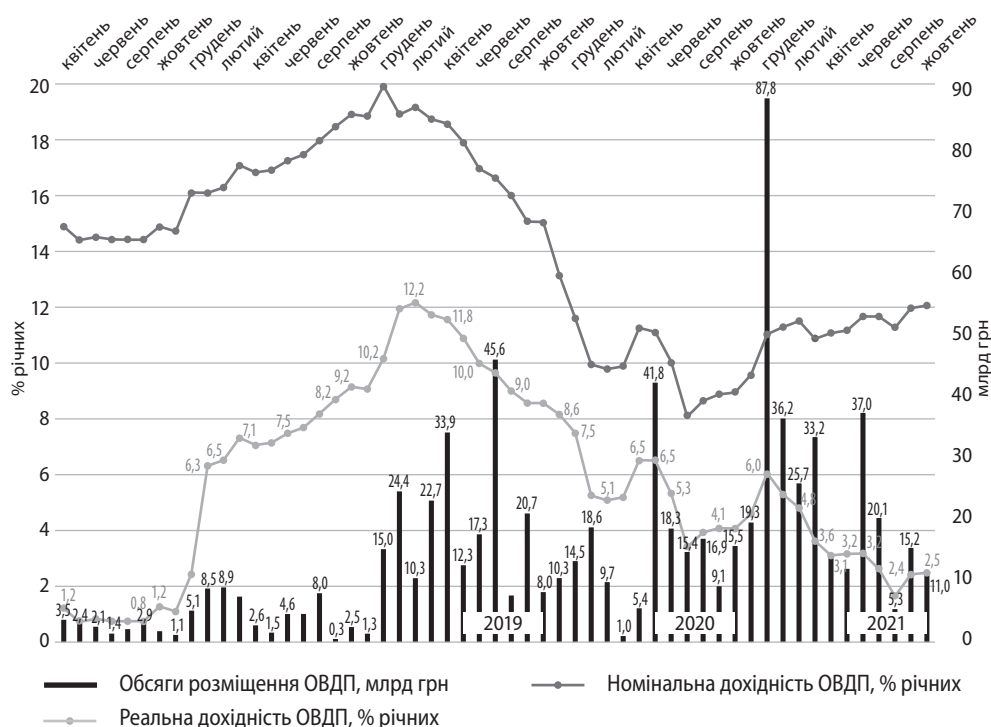


Рис. 3. Динаміка обсягів розміщення, номінальної і реальної дохідності гривневих ОВДП, залучених до бюджету, у 2017–2021 рр.

Побудовано за: Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.

Номінальна дохідність гривневих ОВДП у січні – жовтні 2021 р. зростає на 1,7 в. п. порівняно із середньою дохідністю за 2020 р. і становила 11,5 % річних (розраховано за даними [16]). Вища дохідність відносно попереднього року пояснювалася нагнітанням інфляційних процесів у економіці та підвищенням облікової ставки НБУ. Реальна дохідність ОВДП коливалася в межах 2–5,3 % і у середньому дорівнювала 3,3 % річних. Цей рівень був на 1,7 в. п. нижчим, ніж у середньому за 2020 р. (5 % річних).

У 2021 р. закріпилося неприродне співвідношення між рівнем номінальних ставок за ОВДП і облікової ставки НБУ. У 2019 – I кв. 2020 р. середньо-

зважаючи на процентну ставку за ОВДП була нижчою від облікової ставки НБУ, однак із квітня 2020 р. вона перевищила облікову ставку, і з плином часу розрив між ними тільки збільшувався. У грудні 2020 р. різке підвищення Урядом номінальних ставок за ОВДП спричинило розширення цього розриву до 5 % річних. З лютого 2021 р. він поступово зменшувався і в жовтні 2021 р. досяг 3,6 % річних.

Минулого року сформувалося також певною мірою аномальне співвідношення між ставкою за строковими депозитами банків і ставкою за ОВДП. Так, якщо до листопада 2020 р. депозитна ставка була вищою від ставки ОВДП, то в листопаді ситуація змінилася. У грудні 2020 р. виник значний розрив між двома ставками, а в поточному році він ще більше поглибився і в червні – жовтні 2021 р. становив від 3,9 до 4,4 % річних. Алогічні співвідношення між цими видами ставок свідчать про суперечливі тенденції на фінансовому ринку України та ймовірні збої в трансмісійному механізмі монетарної політики НБУ.

Вірогідною причиною окреслених аномалій є сегментація національного фінансового ринку, його недостатня глибина (місткість) та створення регуляторними органами нерівних умов для різних категорій інвесторів. Зокрема, частка фізичних осіб у структурі інвесторів у ОВДП становить 2,4 %, що пояснюється небажанням відповідальних органів запропонувати адекватний інструмент для роздрібних інвесторів, а також високими трансакційними втратами при використанні фізичними особами стандартних схем придбання ОВДП. До цього варто додати продаж ОВДП виключно первинним дилерам, що, на нашу думку, обмежує ступінь конкуренції на ринку.

У 2021 р. Урядом проведено два розміщення облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) на суму 1,75 млрд дол. США за ставками 6,876 і 6,3 % річних. Водночас на внутрішньому ринку вартість залучення позик в іноземній валюті – у середньому 3,8 % за доларовими інструментами і 2,5 % у євро – була суттєво нижчою від вартості позик на зовнішніх ринках. Тобто, вважаємо, потенційно значний попит на валютні ОВДП стримується встановленням їх низької дохідності, регулятивними вимогами НБУ та адміністративними обмеженнями Меморандуму з МВФ.

У такий спосіб, на наш погляд, інвестори в ОЗДП отримують штучні переваги над внутрішніми інвесторами у валютні ОВДП, адже процентна ставка для першої категорії інвесторів є помітно вищою. Крім істотних втрат для бюджету, *така політика погіршує стан платіжного балансу країни.*

Логічною реакцією Уряду на проблеми дорожнечі та нестабільного доступу до зовнішніх ринкових позик було б збільшення емісії ОВДП на внутрішньому ринку як у національній, так і в іноземних валютах і заміщення такими позиками зовнішніх комерційних запозичень.

4. Аналіз боргових ризиків в Україні та проблематика фіскальних правил

У контексті оцінки наявних загроз і боргових ризиків досить інформативними є індикатори боргового навантаження України. У 2017–2019 рр.

відносні показники державного боргу поступово покращилися, а в 2020 р. знову погіршилися. Проте в 2021 р. ситуація почала вирівнюватися, а ступінь боргових ризиків знизився (рис. 4).

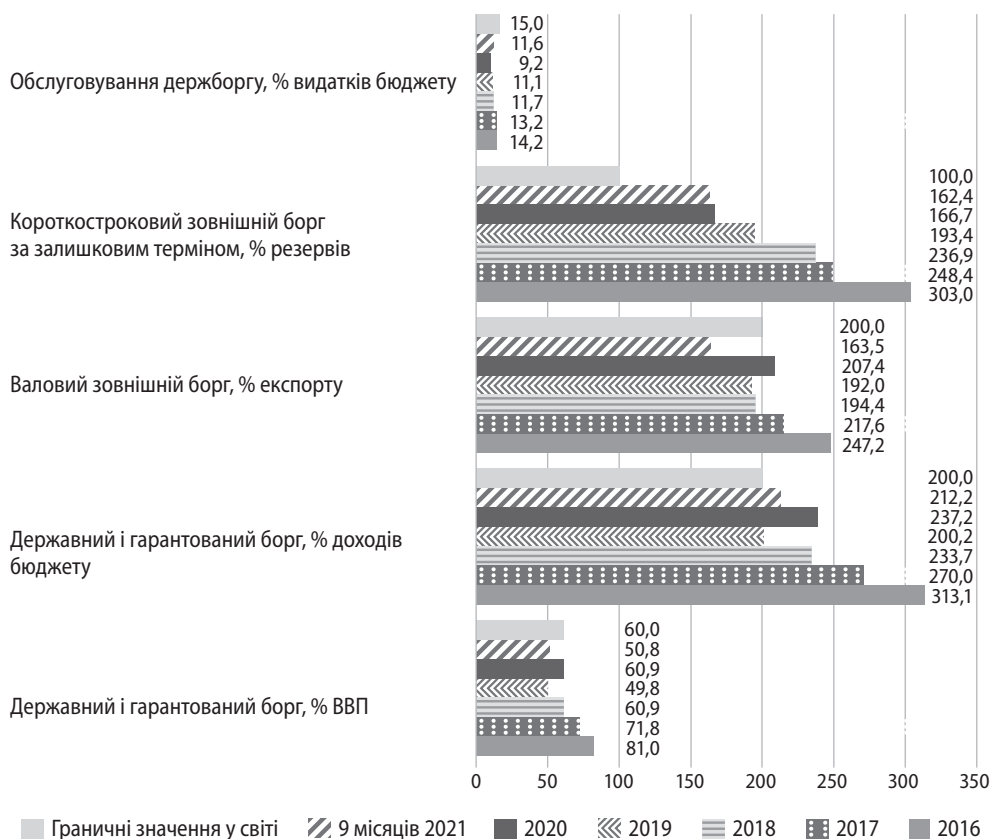


Рис. 4. Динаміка індикаторів боргового навантаження України та їх порівняння з граничними значеннями у 2016–2021 рр.

Побудовано за: Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>; Статистика зовнішнього сектору / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>.

Так, величина *державного і гарантованого боргу відносно ВВП* на кінець вересня 2021 р. становила 50,8 % ВВП, суттєво зменшившись проти кінця 2020 (60,9 % ВВП). Така динаміка пояснювалась як незначним зменшенням абсолютної суми боргу, так і зростанням номінального ВВП та зміцненням номінального обмінного курсу гривні. Поточний рівень держборгу не досягає граничного показника, зафіксованого у законодавстві багатьох країн світу – 60 % ВВП.

Стосовно *доходів бюджету* державний і гарантований борг наприкінці вересня 2021 р. становив 212,2 %, суттєво покращившись, порівняно з груднем 2020 р., коли він досягав 237,2 %. Таким чином, динаміка боргу була

низхідною, хоча гранично допустимий рівень за цим показником і було перевищено (200 %). Позитивні зміни в 2021 р. зумовлювалися скороченням абсолютної суми держборгу, покращанням податкового адміністрування і збільшенням доходів бюджету.

Валовий зовнішній борг України становив 163,5 % експорту і був помітно нижчим від гранично допустимого рівня – 200 % експорту. У січні – вересні 2021 р. спостерігалася його позитивна динаміка порівняно з кінцем 2020 р. (зниження на 43,9 в. п.). Зменшення зовнішніх запозичень вітчизняних корпорацій і банків під час коронакризи та поживлення експорту зробили основний внесок у покращання зовнішньоборгової спроможності України.

Прийнятий у світі граничний показник відношення *короткострокового зовнішнього боргу* до валових міжнародних резервів дорівнює 100 %. В Україні таке відношення на кінець вересня 2021 р. становило 162,4 %, що вказувало на незадовільний ступінь міжнародної ліквідності країни. Адаже в екстремальних умовах недостатнє покриття резервами зовнішньоборгових виплат може спровокувати кризу ліквідності в секторі державних фінансів. Однак послідовне зниження співвідношення короткострокового боргу і міжнародних резервів, починаючи з 2016 р., свідчить про поступове зменшення гостроти цієї проблеми.

Таким чином, два з обчислених нами показників боргової спроможності України – відношення державного боргу до доходів бюджету та короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів – свідчать про ризиковість поточної ситуації з платоспроможністю держави та міжнародною ліквідністю.

Відношення відсоткових виплат за державним боргом до ВВП в Україні у 2019–2020 рр. становило 3 % ВВП, а в січні – вересні 2021 р. – 3,3 % ВВП. Для порівняння: у країнах з ринками, що формуються, і середніми доходами процентні виплати у 2020–2021 рр. становили лише 1,8 % ВВП. Тобто в нашій державі за нижчого рівня державного боргу відносна величина процентних виплат у 1,8 раза перевищувала середній показник у країнах з аналогічним рівнем розвитку.

Частка видатків на обслуговування боргу в загальних видатках державного бюджету в січні – вересні 2021 р. в Україні становила 11,6 %, не досягаючи критичного рівня в 15 %, але демонструвала негативну динаміку відносно 2020 р. Тоді на виплату процентів за боргом було витрачено 9,2 % загальних видатків.

Валові потреби у позиковому фінансуванні Уряду України в 2021 р. оцінюються на рівні 19,7 % ВВП, що перевищує як критичний рівень у 15 %, так і середній у країнах із ринками, що формуються, – 13,6 % ВВП [3]. Такі показники свідчать про високі ризики рефінансування державного боргу.

У 2022 р. підвищення світових процентних ставок, імовірно, актуалізуватиме проблему пошуку джерел рефінансування державного боргу. Пожорсткішання монетарних умов у США з часом призведе до відпливу міжнародних капіталів з країн із ринками, що формуються. МВФ підкрес-

лює [18]: раптові стрибки процентних ставок на міжнародних ринках посилюватимуть фінансові обмеження для згаданих країн, особливо тих із них, які мають значні потреби в зовнішньому фінансуванні або високу частку зовнішніх боргів.

Деформована структура державного боргу України за видами валют також породжує певні ризики для макрофінансової стабільності. Так, на кінець вересня 2021 р. частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила лише 37,1 % загальної суми державного і гарантованого боргу. Інформативним показником є також “частка нерезидентів серед утримувачів боргу загального уряду”. В Україні остання дорівнює 50,6 %, а середній показник у країнах з ринками, що формуються, – 16 % [3]. Тобто структура держборгу характеризується високими валютними ризиками.

Отже, за результатами проведеного аналізу в Україні порушуються критерії боргової спроможності за двома з п'яти ключових індикаторів – відношення державного боргу до доходів бюджету та короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів. Це свідчить про *збереження ризиків платоспроможності та ліквідності для сектору державних фінансів*. Водночас структура державного боргу України тривалий час демонструє *високий рівень валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу*. Це сигналізує про можливість боргових ускладнень у разі різкої девальвації гривні чи втрати доступу до зовнішніх джерел фінансування.

Між тим, слід зауважити, що відносно 2020 р. динаміка більшості боргових індикаторів у 2021 р. була низхідною, що свідчить про зниження боргових ризиків державних фінансів України.

Мінімізація потенційного впливу зовнішніх шоків на стан вітчизняної валютно-фінансової системи, на нашу думку, вимагає *переорієнтації ринкових позик Уряду із зовнішніх ринків на внутрішні* та повного використання потенціалу внутрішнього фінансового ринку. Тим паче, варто позбутися ситуації, коли величезні позики розміщуються на зовнішніх ринках за ставками 6,3–8,5 % у доларах США, при тому, що ставки внутрішнього ринку є вдвічі меншими. Разом із тим зменшення ризиків для зовнішньої стійкості економіки вимагає від НБУ *активнішого накопичення міжнародних резервів із доведенням їх обсягу до 100 % композитного критерію МВФ*.

Серед викликів у сфері державних фінансів України, що проявилися в 2020 і 2021 рр., – порушення фіскального правила щодо неперевищення державним і гарантованим боргом рівня 60 % ВВП (ст. 18 Бюджетного кодексу). Проте аналогічна практика за умов економічної та епідемічної кризи набула значного поширення у світі.

Так, після початку пандемії уряди багатьох країн світу дозволяли собі змінювати зафіксовані у законодавстві фіскальні правила. Тому наразі вони перебувають перед вибором: відновити дію старих фіскальних правил і поступово наближатися до цільових (верхніх) значень цих правил чи радикально переглянути систему цих правил з урахуванням теперішніх реалій.

Частина країн, які призупинили дію фіскальних правил на час пандемії, розглядають можливість перегляду їх конструкції та числових значень із метою отримання більшого ступеня гнучкості після кризи та пристосування до вищих рівнів державного боргу. Адаже стійке зниження світових процентних ставок з початку глобальної фінансової кризи підвищило спроможність багатьох економік утримувати вищий рівень держборгу, а тому боргові ліміти, які домінували до пандемії COVID-19, тепер багатьма вченими та експертами оцінюються як надмірно консервативні [19].

Фахівці МВФ зазначають [3], що перегляд фіскальних правил, з одного боку, може підвищити надійність законодавчих рамок фіскальної політики, тому що прив'язаність до нереалістичних цільових показників підвищує ймовірність їх порушення в майбутньому. З другого боку, факт перегляду числових фіскальних правил, можливо, сигналізуватиме про меншу налаштованість уряду на дотримання фіскальної стійкості на тривалому часовому проміжку.

Для уникнення руйнування рамок фіскальної політики, котрі ґрунтуються на правилах, та недопущення підриву довіри до середньострокової стійкості державних фінансів уряду слід донести до громадськості способи і часові межі відновлення фіскальних правил.

Вкрай актуальним завданням на середньострокову перспективу є й обмеження ризиків умовних зобов'язань урядів, які було сформовано під час пандемії, а також отримання повної інформації щодо таких зобов'язань. У 2021 р. МВФ затверджено новий рамковий документ із оцінки боргової стійкості в країнах, які мають доступ до ринків капіталу. Методика оцінки отримала назву "Sovereign Risk and Debt Sustainability Analysis (SRDSA)" – аналіз суверенних ризиків і боргової стійкості. У ній зазначається, що за можливості передбачення факту матеріалізації умовних зобов'язань та їх вартісної оцінки для бюджету (виконання судових позовів, оплата державних гарантій, рекапіталізація банків і т. ін.) такі суми повинні включатися до прогнозованих обсягів державного боргу та боргових виплат [20].

В Україні після подолання наслідків пандемії COVID-19, певно, з 2023 р., виникне об'єктивна потреба у поверненні до системи фіскальних правил у формі обмежень на річний дефіцит бюджету та розмір державного боргу. Але досвід, набутий людством після глобальної кризи 2008 р., і новітні тенденції пандемічного та постпандемічного світу надаватимуть державі нові шанси для зміни конструкції фіскальних правил. Україна, на наш погляд, також матиме підстави для певного підвищення рівня боргового ліміту (60 % ВВП), але змушена буде поширити його дію на борги сектору загального державного управління.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Надання масштабної фіскальної підтримки під час пандемії дало змогу врятувати життя людей і зберегти робочі місця в глобальному вимірі. Але її побічним наслідком стали збільшення потреб у позиковому фінансуванні та суттєвий приріст державних боргів. Наразі фіскальна політика у багатьох країнах світу має

бути багатовекторною і скеровуватися на досягнення таких цілей: а) охорона здоров'я та збереження людських життів; б) підтримка відновлення економіки; в) фінансування довгострокових потреб соціально-економічного розвитку; г) стримування небезпечного зростання державних боргів.

На нинішньому етапі перед фіскальною політикою України та інших країн стоїть завдання уникнення надто активного й раннього усунення програм фіскальної допомоги за одночасного запевнення учасників ринку в середньостроковій стійкості державних фінансів. Це потребує наявності надійних рамок фіскальної політики, а також ефективних комунікацій із громадськістю на предмет того, як уряд планує досягати фіскальних цілей після подолання пандемії. Вирішальне значення для досягнення балансу між фіскальними експансіями й борговою стійкістю мають надійні середньострокові параметри бюджету, а також відновлення дії чи вдосконалення конструкції фіскальних правил, які б дали змогу закріпити курс на консолідацію державних фінансів.

З другої половини 2021 р. підвищується вразливість країн з ринками, що формуються, до ризиків рефінансування боргу і коливань світових процентних ставок. Найбільш адекватною реакцією на ці ризики є накопичення достатнього обсягу міжнародних резервів та зміцнення внутрішнього ринку капіталів. Такі зрушення могли б частково компенсувати втрати від зміни руху потоків капіталу й підвищення вартості зовнішнього фінансування.

За результатами проведеного нами аналізу в Україні порушуються критерії боргової стійкості за двома з п'яти ключових індикаторів (відношення розміру державного боргу до доходів бюджету та короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів), що свідчить про збереження певних ризиків платоспроможності й ліквідності для сектору державних фінансів. Однак відносно 2020 р. динаміка більшості боргових індикаторів у 2021 р. була сприятливою, що вказує на зниження боргових ризиків. Водночас структура державного боргу вже тривалий час демонструє високий рівень валютних ризиків і ризиків рефінансування боргу.

Після подолання пандемії COVID-19 в Україні виникне об'єктивна потреба у поверненні до системи фіскальних правил у формі обмежень на річний дефіцит бюджету й обсяг державного боргу. Багато країн і тепер оцінюють можливості перегляду конструкції та числових значень згаданих правил із метою отримання більшої гнучкості після кризи та пристосування до вищих рівнів державного боргу. При цьому боргові ліміти, які домінували до початку коронакризи, у багатьох випадках оцінюються як надто консервативні (тривале зниження світових процентних ставок підсилює спроможність економік утримувати вищий рівень держборгу). В таких умовах для України незначне підняття боргового ліміту, на нашу думку, було б цілком логічним.

Загалом для утримання стійкості українських державних фінансів у середньостроковому періоді та підвищення довіри до фіскальної політики, на наш погляд, слід:

- зосередити ресурси на таких напрямках, як охорона здоров'я населення і подолання пандемії, підвищення обороноздатності країни, фінансування освіти, фізичної та соціальної інфраструктури, надання підтримки населенню й бізнесу, що потерпають від карантинних обмежень;
- у ході планування і виконання бюджету відмовитися від політики нарощування видатків на органи державного управління, правоохоронні та судові органи, котрі мають низьку ефективність і несуттєво впливають на динамізм і продуктивність економіки;
- скоротити аномально високий обсяг видатків на обслуговування боргу шляхом налагодження здорової координації монетарної та фіскальної політик, мінімізації залучення зовнішніх ринкових позик і розширення участі роздрібних інвесторів у операціях з ОВДП;
- мінімізувати зовнішні ринкові позики за нестабільного зовнішнього фінансування з відповідним збільшенням запозичень на ринку ОВДП, вирівняти ставки для інвесторів у зовнішні облігації та в ОВДП у доларах США;
- сприяти розширенню участі роздрібних інвесторів у придбанні ОВДП через створення відповідних організаційно-фінансових механізмів з орієнтацією на підвищення конкурентності ринку й зниження процентних ставок;
- докласти зусиль для відновлення дії фіскальних правил, починаючи з 2023 р., із можливим підвищенням ліміту державного боргу з 60 до 70 % ВВП і поширенням його дії на сектор загального державного управління.

Список використаних джерел

1. Paddaro E. Latin America's Triple Sudden Stop. *Project Syndicate*. 2020. August 12. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/latin-america-triple-sudden-stop-lock-downs-by-eric-parrado-2020-08?barrier=accesspaylog>.
2. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2021. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>.
3. Fiscal Monitor / International Monetary Fund. 2021. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.
4. Fiscal Monitor / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.
5. Abdel-Kader K., De Mooij R. Tax Policy and Inclusive Growth. *IMF Working Papers*. 2020. No. 20/271. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513561561.001>.
6. Public Expenditure and Inclusive Growth – A Survey / J. Zouhar, A. Jellema, N. Lustig, M. Trabelsi. *IMF Working Paper*. 2021. No. 21/83. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/03/19/Public-Expenditure-and-Inclusive-Growth-A-Survey-50190>.
7. Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. 2021. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>.
8. Gros D. Lessons From the COVID-19 Crisis for Euro Area Fiscal Rules. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*. 2020. Vol. 55, Iss. 5. P. 281–284. URL: <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0916-y>.
9. How and when to revise fiscal rules? / L. Eyraud, J. Reynaud, M. Syed et al. Washington, DC : International Monetary Fund, 2018.
10. Гбоуи У., Медас П. Бюджетные правила, оговорки об освобождении от обязательств и крупные шоки / Международный валютный фонд. URL: <https://www.imf.org>

org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/Russian/ruspecial-series-on-covid19fiscal-rules-escape-clauses-and-large-shocks.ashx?la=en.

11. Місячний звіт про виконання Державного бюджету України за січень – листопад 2021 року / Державна казначейська служба України. URL: <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/misyachnij-zvit-pro-vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu-ukrayini-zasichen-listopad-2021-roku>.

12. Інфляційний звіт, жовтень 2021 / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-jovten-2021-roku>.

13. Fiscal Policy Challenges for Latin America during the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact / M. Cardenas, A. Ricci, J. Roldos, A. M. Werner. *IMF Working Papers*. 2021. No. 21/77. URL: <https://doi.org/10.5089/9781513574332.001>.

14. G20 Rome Leaders' Declaration. 2021. URL: <https://www.consilium.europa.eu/media/52730/g20-leaders-declaration-final.pdf>.

15. Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>.

16. Дохідність ОВДП на первинному ринку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.

17. Статистика зовнішнього сектору / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>.

18. Global Financial Stability Report / International Monetary Fund. 2021. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/04/06/global-financial-stability-report-april-2021>.

19. The Age of Disorder – the new era for economics, politics and our way of life / Deutsche Bank Research. 2020. URL: [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000511857/The_Age_of_Disorder_%E2%80%93_the_new_era_for_economics%2C_p.html?rwnode=RPS_EN-PROD\\$THEMATIC](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000511857/The_Age_of_Disorder_%E2%80%93_the_new_era_for_economics%2C_p.html?rwnode=RPS_EN-PROD$THEMATIC).

20. Debt Sustainability Framework for Market Access Countries / International Monetary Fund. 2021. February 19. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>.

References

1. Paddaro, E. (2020, August 12). Latin America's Triple Sudden Stop. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/latin-america-triple-sudden-stop-lockdowns-by-eric-parrado-2020-08?barrier=accesspaylog>.

2. International Monetary Fund. (2021, October). *World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>.

3. International Monetary Fund. (2021, October). *Fiscal Monitor*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>.

4. International Monetary Fund. (2021, April). *Fiscal Monitor*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.

5. Abdel-Kader, K., & De Mooij, R. (2020). Tax Policy and Inclusive Growth. *IMF Working Paper*, 20/271. DOI: 10.5089/9781513561561.001.

6. Zouhar, J., Jellema, A., Lustig, N., & Trabelsi, M. (2021). Public Expenditure and Inclusive Growth – A Survey. *IMF Working Paper*, 21/83. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/03/19/Public-Expenditure-and-Inclusive-Growth-A-Survey-50190>.

7. International Monetary Fund. (2021, October). *Global Financial Stability Report*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>.

8. Gros, D. (2020). Lessons From the COVID-19 Crisis for Euro Area Fiscal Rules. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 55 (5), 281–284. DOI: 10.1007/s10272-020-0916-y.

9. Eyraud, L., Reynaud, J., Syed, M., Lundback, E., & Addo Awadzi, E. (2018). *How and when to revise fiscal rules?* Washington DC: International Monetary Fund, 2018.

10. Gbohoui, W., & Medas, P. (n. d.). Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks. *International Monetary Fund*. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/Russian/ruspecial-series-on-covid19fiscal-rules-escape-clauses-and-large-shocks.ashx?la=en> [in Russian].

11. State Treasury Service of Ukraine. (2022). *Monthly report on the implementation of the State Budget of Ukraine for January - November 2021*. Retrieved from <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/misyachnij-zvit-pro-vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu-ukrayini-zasichen-listopad-2021-roku> [in Ukrainian].

12. National Bank of Ukraine. (2021, October 29). *Inflation Report, October 2021*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-jovten-2021-roku> [in Ukrainian].

13. Cardenas, M. Ricci, A., Roldos, J., & Werner, A. M. (2021). Fiscal Policy Challenges for Latin America during the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact. *IMF Working Paper*, 21/77. DOI: 10.5089/9781513574332.001.

14. G20 Rome Leaders' Declaration. (2021). Retrieved from <https://www.consilium.europa.eu/media/52730/g20-leaders-declaration-final.pdf>.

15. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). *Public debt and state-guaranteed debt*. Retrieved from <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg> [in Ukrainian].

16. National Bank of Ukraine. (2022). *Yield of IGLBs in the primary market*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> [in Ukrainian].

17. National Bank of Ukraine. (2022). *External sector statistics*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> [in Ukrainian].

18. International Monetary Fund. (2021, April). *Global Financial Stability Report*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/04/06/global-financial-stability-report-april-2021>.

19. Deutsche Bank Research. (2020). *The Age of Disorder – the new era for economics, politics and our way of life*. Retrieved from [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000511857/The_Age_of_Disorder_%E2%80%93_the_new_era_for_economics%2C_p.xhtml?rwnode=RPS_EN-PROD\\$THEMATIC](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000511857/The_Age_of_Disorder_%E2%80%93_the_new_era_for_economics%2C_p.xhtml?rwnode=RPS_EN-PROD$THEMATIC).

20. International Monetary Fund. (2021, February 19). *Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>.