

Вікторія РУДЕНКО

кандидат економічних наук, доцент, Вінницький навчально-науковий інститут економіки ЗУНУ, Вінниця, Україна, v.rudenko@wunu.edu.ua
ORCID ID: 0000-0002-4911-7600

ІМПЛЕМЕНТАЦІЯ “ЗОЛОТОГО ПРАВИЛА” У ФІСКАЛЬНИЙ МЕХАНІЗМ РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ В УКРАЇНІ

Вступ. Після світової фінансово-економічної кризи, яка призвела до погіршення фіскальної стабільності, зростання бюджетного дефіциту та державного боргу в багатьох країнах, забезпечення якості та довгострокової стійкості публічних фінансів належать до пріоритетних напрямів фіскальної політики. У цьому контексті особливої актуальності набуває імплементація “золотого правила” фіскальної політики, що уможливорює звільнення державних інвестицій від відповідних цільових показників дефіциту бюджету. Відповідно, відбувається модернізація фіскальної політики, яка отримує більше можливостей для бюджетного маневру та державних інвестицій.

Мета – вивчити теоретичні засади і розробити практичні рекомендації щодо імплементації “золотого правила” у фіскальний механізм регулювання інвестиційних процесів в Україні.

Результати. З’ясовано, що “золоте правило” передбачає здійснення державних заборозень лише з метою інвестування у проєкти, які окупляться у майбутньому, водночас поточні бюджетні видатки фінансуються за рахунок оподаткування. Визначено переваги та недоліки імплементації “золотого правила” у фіскальний механізм регулювання інвестиційних процесів. Розглянуто модифіковані варіанти “золотого правила”, зокрема – запропоноване Європейською фіскальною радою “обмежене золоте правило” та обґрунтоване науковцями “асиметричне золоте правило”. Окреслено шляхи запровадження “золотого правила” в українську фіскальну практику.

Висновки. Аргументовано необхідність імплементації “золотого правила” у фіскальний механізм регулювання інвестиційних процесів в Україні. Обґрунтовано створення Агентства з управління державними інвестиціями у контексті дії “золотого правила”. Запропоновано у перехідний повоєнний період до повноцінного запровадження “золотого правила” в Україні застосовувати більш гнучкий підхід до формування бюджетного дефіциту. Подальші наукові дослідження доцільно спрямувати на пошук альтернативних варіантів підвищення ефективності державних інвестицій за умов дотримання фіскальної стабільності.

Ключові слова: “золоте правило”, фіскальний механізм, державні інвестиції, точні бюджетні видатки, капітальні бюджетні видатки, бюджетний дефіцит, державний борг.

Рис.: 1, бібл.: 12.

Victoriia RUDENKO

Ph. D. (Economics), Assoc. Prof., Assoc. Prof., Vinnytsia Education and Research Institute of Economics WUNU, Vinnytsia, Ukraine, v.rudenko@wunu.edu.ua
ORCID ID: 0000-0002-4911-7600

IMPLEMENTATION OF THE “GOLDEN RULE” IN THE FISCAL MECHANISM FOR REGULATING INVESTMENT PROCESSES IN UKRAINE

Introduction. After the global financial and economic crisis, which led to the deterioration of fiscal stability, the growth of the budget deficit and public debt in many countries, ensuring the quality and long-term sustainability of public finances is one of the priority areas of fiscal policy. In this context, the implementation of the “golden rule” becomes especially relevant. Such a rule makes it possible to release state investments from the corresponding target indicators of the budget deficit. Accordingly, fiscal policy is being modernized, which will provide more opportunities for budgetary maneuvering and public investment.

The purpose of the article is to reveal the content, advantages and disadvantages, as well as the peculiarities of the implementation of the “golden rule” in the fiscal mechanism for regulating investment processes in Ukraine.

Results. It was found that the “golden rule” provides for public borrowing only for the purpose of investing in projects that will pay off in the future, as well as financing current budget expenditures at the expense of taxation. The advantages and disadvantages of the implementation of the “golden rule” in the fiscal mechanism for regulating investment processes are determined. Modified versions of the “golden rule” are considered: the “limited golden rule” proposed by the European Fiscal Council and the “asymmetric golden rule” substantiated by scientists. The ways of introducing the “golden rule” into domestic fiscal practice are outlined.

Conclusions. The need to implement the “golden rule” into the fiscal mechanism for regulating investment processes in Ukraine is clarified. The creation of the Agency for State Investment Management in the context of the “golden rule” is substantiated. It is proposed to apply a more flexible approach to the formation of the budget deficit in the transitional post-war period before the full implementation of the “golden rule” in Ukraine. It is advisable to direct further scientific research to the search for alternative options for increasing the efficiency of public investments under the conditions of compliance with fiscal stability.

Keywords: “golden rule”, fiscal mechanism, state investments, current budget expenditures, capital budget expenditures, budget deficit, public debt.

JEL Classification: E22, G28, H50.

Постановка проблеми. Пошук капіталу для вкладення в інвестиційні проекти без шкоди для фіскальної стабільності є актуальним питанням для багатьох держав, які намагаються прискорити економічне зростання. Намагаючись знайти нові шляхи розширення ролі приватного сектору у здійсненні інвестицій, розвинені країни світу прагнуть знайти можливості збільшення державних інвестицій. Проте реалізувати останнє доволі складно, адже переважну частину бюджетних коштів спрямовують на фінансування поточних потреб, що в умовах перманентних економічних криз призводить до нарощування державних запозичень, зростання рівня боргового навантаження та необхідності забезпечення боргової стійкості. Зазначене обумовлює потребу імплементації фіскальних правил для недопущення формування необґрунтованих бюджетних дефіцитів та накопичення загрозливих масштабів державного боргу, макроекономічної нестабільності та несправедливого для майбутніх поколінь перерозподілу тягаря державного боргу. Причому вагоме значення серед фіскальних правил належить “золотому правилу”, яке спрямоване на захист нащадків від надмірного боргового навантаження шляхом обмеження державних запозичень виключно інвестиціями та заборони боргового фінансування поточних бюджетних видатків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання вдосконалення управління державними інвестиціями на основі запровадження фіскальних правил, зокрема “золотого правила”, досліджували як українські, так і зарубіжні вчені. Зокрема, О. Длугопольський і А. Жуковська зосереджували свою увагу на вивченні досвіду країн ЄС у реалізації фіскальної політики на основі фіскальних правил [1]. Е. Пері та Т. Веліла розглядали зв'язок між фіскальними правилами та державними інвестиціями як на

нормативному, так і на емпіричному рівні [2]. О. Бланшар і Ф. Джаваззі визначили напрями удосконалення Пакту стабільності та зростання ЄС шляхом належного обліку державних інвестицій [3]. Ф. Барб'єро і Ж. Дарвас обґрунтували шляхи захисту та підтримки державних інвестицій у Європі [4]. А. Турріні окреслив пропозиції щодо перегляду фіскальної системи ЄС таким чином, щоб надати особливий режим державним капітальним видаткам (зокрема, через внесення поправок до “золотого правила”) [5]. Ж. Кріл порівнював характеристики Пакту стабільності та зростання з характеристиками європейського “модифікованого золотого правила” [6]. Ж. Дарвас і Дж. Андерсен обґрунтували правило бюджетних видатків на багаторічну перспективу, засноване на відповідному цільовому показнику державного боргу, доповнене “асиметричним золотим правилом”, яке забезпечує додатковий фіскальний простір лише під час рецесії [7]. Н. Тігесен, Р. Бетсма, Б. Бордіньон, С. Дюшес і М. Щурек як фахівці Європейської фіскальної ради аргументували можливість впровадження фіскальних правил у бюджетний процес країн ЄС [8, 9]. Дж. Ф. Джейкобс акцентувала увагу на питаннях, пов'язаних з інтеграцією капітальних видатків у бюджетний процес шляхом планування, визначення пріоритетів та виконання капітального бюджету [10]. І. Луїна обґрунтувала напрями формування додаткових бюджетних ресурсів та стратегічні пріоритети трансформації видатків бюджету для забезпечення розвитку національної економіки [11]. А. Трюгер аргументував перспективи запровадження традиційного “золотого правила” у фіскальну систему ЄС / Єврозони [12]. Віддаючи належне напрацюванням науковців, варто зауважити, що проблеми імплементації “золотого правила”, зокрема у фіскальний механізм регулювання інвестиційних процесів, не

знайшли свого остаточного вирішення та потребують подальших досліджень.

Метою статті є вивчення теоретичних засад і розробка практичних рекомендацій щодо імплементації “золотого правила” у фінансовий механізм регулювання інвестиційних процесів в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Залучення капіталу для реалізації інвестицій без порушення фінансової стабільності є актуальним питанням для усіх держав, зокрема і для України. У цьому контексті багато країн запровадили фінансові правила, спрямовані на ефективне використання бюджетних коштів. Проте, зіштовхнувшись із фактичною неспроможністю керувати основними принципами цих правил, зокрема такими, як прозорість, гнучкість, можливість виконання, послідовність, ефективність тощо, держави почали імплементувати “золоте правило публічних фінансів” або “золоте правило публічних витрат”. Таке правило вимагає, що протягом економічного циклу чисті державні заборгованості не повинні перевищувати чисте накопичення державного капіталу; тому поточні бюджетні витрати мають фінансуватися за рахунок поточних бюджетних доходів [1, с.22]. Як наголошують Е. Пері і Т. Веліла, у загальному розумінні “золоте правило” дозволяє чисті заборгованості держави з метою фінансування чистих державних інвестицій, водночас вимагаючи, щоб поточні витрати фінансувалися за рахунок поточних доходів [2, с. 5].

“Золоте правило” О. Бланшар і Ф. Джавацці у математичному вигляді подають таким чином [3, с. 5]:

$$b = g - t + (i - \delta) \cdot k + (r - n) \cdot b,$$

де b – накопичений державний борг як частина ВВП;

g – поточні бюджетні витрати;

t – поточні бюджетні доходи (податки);

i – державні інвестиції;

δ – норма амортизації та вартість утримання державного капіталу;

v – валова фінансова норма віддачі на державний капітал;

k – накопичений державний капітал;

r – реальна процентна ставка;

n – темпи зростання ВВП.

Ідея “золотого правила” відносно проста. Подібно до приватних підприємств, держава не повинна повністю відносити до звітності за один рік повну вартість інвестиційного проєкту, який імовірно принесе дохід протягом тривалого періоду часу. Оскільки інвестиції зазвичай передбачають вигоди у майбутньому, їх вартість необхідно послідовно розподіляти на кілька років у міру отримання доходів.

Необхідність запровадження “золотого правила” обґрунтовується його беззаперечними перевагами [2, с. 5–9; 4, с. 8–9; 5, с. 29–31; 6, с. 15; 7, с. 31]:

1) забезпечується справедливість між поколіннями, яка вимагає, щоб вартість державних інвестицій покривалася майбутніми генераціями, котрі отримають від них вигоду; відповідно, капітальні витрати мають фінансуватися за рахунок державного боргу, а не за рахунок податків, які сплачує нинішнє покоління;

2) покращуються результати фінансової політики, адже надання особливого статусу державним інвестиціям, по-перше, забезпечує кращі перспективи економічного зростання в середньо- та довгостроковій перспективі через накопичення державного капіталу та зменшення руйнування людського капіталу, по-друге, створює більш сприятливий для стабілізації й розвитку економіки склад фінансової консолідації у короткостроковій перспективі, адже держава змушена скорочувати поточні витрати, а не капітальні;

3) створюються бюджетні можливості для розвитку цифрової, зеленої економіки

та підтримання соціально-економічної стійкості, адже державні інвестиції, по-перше, забезпечують суспільні блага, такі як транспортна інфраструктура, що приносять користь суспільству та прямо чи опосередковано покращують продуктивність факторів виробництва; по-друге, вони підвищують загальний добробут через покращення стану навколишнього природного середовища або підвищення справедливості у розподілі ресурсів;

4) відбувається уникнення стратегічного недоінвестування економіки, адже в умовах хронічного бюджетного дефіциту суспільно бажані державні інвестиційні проекти зазвичай не реалізуються через першочергове фінансування поточних видатків.

Незважаючи на зазначені переваги, “золоте правило” імплементували серед країн ЄС лише Хорватія та Іспанія, а також частково Данія та Фінляндія. Це пов'язано зі значною кількістю недоліків цього правила, і зокрема [2, с. 5–9; 4, с. 8–9; 5, с. 29–31; 6, с. 15; 7, с. 31]:

1) виникає проблема із економічним визначенням державних інвестицій, яке доволі часто не збігається з трактуванням, що використовується в національних рахунках: з одного боку, відповідна частка бюджетних видатків, яка генерує значні майбутні вигоди, не включена до статистичних визначень державних інвестицій (заробітна плата вчителів, дослідників або лікарів, яка класифікується як поточні витрати); з іншого боку, деякі бюджетні видатки, класифіковані як державні інвестиції, можуть не забезпечити суттєвої дохідності (вкладення в об'єкти поводження з відходами чи державне житло);

2) правильне застосування “золотого правила” вимагає розгляду чистих державних інвестицій, тобто за вирахуванням амортизації та вартості утримання державного капіталу; однак розрахунок остан-

ніх зазнає технічних труднощів, а дані про утримання державного капіталу доволі часто мають низьку якість і доступні зі значним часовим лагом;

3) може з'явитися стимул у посадових осіб, причетних до формування та використання бюджету, відображати поточні видатки як капітальні;

4) немає чіткого теоретичного чи емпіричного апіорі щодо того, чи фактичні державні інвестиції будуть вищими чи нижчими за оптимальні: якщо процес прийняття державних рішень створює упередження в бік надмірних державних інвестицій, тоді уникнення розмежування між поточними та капітальними видатками при встановленні бюджетних цілей може бути корисним, водночас застосування “золотого правила” може виявитися контрпродуктивним;

5) навіть для цілей державних інвестицій нагромадження значного обсягу державного боргу може бути макроекономічно дестабілізуючим, адже обслуговування державного боргу обмежує простір для маневру держави в умовах несприятливих потрясінь, особливо в контексті подолання фіскальних наслідків старіння населення;

6) може виникнути дискримінація приватних інвестицій в інфраструктуру, адже виключення чистих державних інвестицій із показника бюджетного дефіциту може знищити стимули держави залучати приватних інвесторів, навіть якщо для цього є вагомі причини щодо ефективності.

Вказані недоліки “золотого правила” спонукали Європейську фіскальну раду запропонувати “обмежене золоте правило”, яке виключає конкретні державні інвестиції з контрольного показника бюджетних видатків, уникаючи при цьому надмірного навантаження на фіскальні правила занадто великою кількістю суперечливих цілей. Варіант “обмеженого золотого правила” Євро-

пейської фіскальної ради має такі основні особливості [8, с. 77; 9, с. 90–91]:

- щоб уникнути мікроуправління, “золоте правило” повинно зосередитися на державних інвестиціях, які визначені в бюджетах країн ЄС як такі, що сприяють зростанню та мають загальноєвропейську цінність, зокрема інвестиції в розвиток цифрової та зеленої економіки;
- щоб пом'якшити ризик того, що держави неправомірно відносять бюджетні видатки до категорії державних інвестицій, “золоте правило” повинно контролюватися незалежною національною фіскальною установою, яка оцінюватиме класифікацію видатків бюджету, що сприяють економічному зростанню.

Загалом погоджуючись із вищезазначеним, варто звернути увагу на пропозицію Ф. Барб'єро і Ж. Дарваса щодо впровадження “асиметричного золотого правила”, яке має враховувати стадії економічного циклу. Так, у несприятливі часи, коли падіння виробництва перевищує порогове значення (фактичний обсяг виробництва падає більше, ніж на один відсоток нижче потенційного виробництва), структурний дефіцит можна збільшувати на обсяг чистих державних інвестицій. Відповідно, скорочення чистих державних інвестицій зменшить додатковий простір для дефіциту, що може призвести до обмеження падіння виробництва та зайнятості на стадіях рецесії, депресії та пожвавлення, пропонуючи кращі перспективи економічного зростання в середньотривалостроковій перспективі. Коли економічний спад буде ліквідовано та фактичний обсяг виробництва досягне потенційного, розпочнеться перехідний період, який триватиме певний час, протягом якого додатковий простір для дефіциту буде поступово ліквідовано. Отже, таке “асиметричне золоте правило” стимулюватиме держави підтримувати рівень державних інвестицій

і натомість скорочувати поточні видатки стадії спаду, даючи змогу їм мати більший загальний дефіцит бюджету, ніж на стадії піднесення. Водночас усунення цього додаткового простору для дефіциту у сприятливі часи нівелює занепокоєння щодо того, що державним інвестиціям надається необґрунтована перевага над іншими видами бюджетних видатків у часи, коли держави мають більше фіскального простору [4, с. 10]. Ж. Дарвас і Дж. Андерсон додають, що впровадження “асиметричного золотого правила” має супроводжуватися гармонізацією практики бухгалтерського обліку та звітності країн ЄС щодо державних інвестицій. Капітальний (інвестиційний) бюджет має бути відокремлений від поточного бюджету, а також має бути забезпечена підвищена прозорість державних інвестицій [7, с. 31].

Щодо подвійного бюджету, то в більшості країн ЄС досягнуто високого рівня інтеграції поточних та капітальних видатків бюджету. Там усвідомили, що провести чітку межу між поточними та капітальними бюджетними видатками часом неможливо, а підвищувати ефективність розподілу ресурсів та управлінських рішень краще в рамках єдиного середньострокового бюджетного плану доходів і видатків [10, с. 7]. Тому законодавчі поправки про бюджетну збалансованість не роблять різниці між поточними та капітальними видатками. Країни ЄС можуть дотримуватися “асиметричного золотого правила”, не поділяючи бюджет на поточний та капітальний. Такий підхід може бути актуальним для України.

Для ефективної імплементації “золотого правила” необхідно зосередитися на продуктивності державних інвестицій, незалежно від фіскальних правил. За відсутності такої можливості вилучення державних інвестицій із правила бюджетного дефіциту може призвести до надмірного нарощуван-

ня державного боргу, незабезпеченого продуктивним державним капіталом. У цьому контексті Е. Пері та Т. Веліла вважають, що, по-перше, доцільно правильно оцінити як коротко-, так і довгостроковий вплив державних інвестицій на публічні фінанси. Для цього знадобляться детальні прогнози будь-яких багаторічних капітальних видатків для покриття як витрат на будівництво та технічне обслуговування, так і відповідного обслуговування державного боргу. По-друге, існує потреба в упевненості щодо якості та продуктивності державних інвестицій. Це вимагає розбудови відповідних інституцій та спроможності проводити об'єктивний аналіз витрат і вигод запропонованих державних інвестиційних проєктів, структурування контрактів та якісної оцінки тендерних пропозицій, а також посиленого контролю за реалізацією проєктів [2, с. 10].

Вважаємо, що для належної реалізації “золотого правила” варто, за прикладом Великої Британії, запровадити ще одне фіскальне правило – “правило стійких інвестицій”, за яким чистий борг публічного сектору (у % до ВВП) має утримуватися на стабільному та розумному рівні (нижчому від 40% ВВП протягом економічного циклу). У такому випадку, як стверджує О. І. Луніна, дотримання “золотого правила” забезпечить фінансування поточних бюджетних видатків за рахунок податків, що уможливорює справедливий розподіл податкового навантаження між різними поколіннями, а додержання “правила стійких інвестицій” обмежить можливість перекладання значних державних боргів на майбутні покоління [11, с. 120].

Запровадження “золотого правила” в Україні може стати одним із важливих елементів необхідної інституціональної



Рис. 1. Фіскальні аспекти функціонування Агентства з управління державними інвестиціями у контексті дії “золотого правила”*

*Складено на основі [3, с. 6–7].

реформи фіскального механізму регулювання інвестиційних процесів. Очевидно, що найкращим варіантом для української практики була б імплементація прагматичної версії цього правила, запропонована А. Трюгером, яка орієнтується на чисті державні інвестиції, визначені у національних рахунках, за вирахуванням капітальних видатків на оборону та інвестиційних трансфертів для приватного сектору [12, с. 30]. Навіть після завершення війни в Україні не варто оборонні капітальні видатки включати до державних інвестицій. Хоча вони і посилюють національну безпеку, проте будь-яке озброєння є потенційно руйнівним, і якщо його фактично використовувати, воно знищить продуктивний капітал, замість того, щоб його збільшувати. Згодом це правило може бути технічно й статистично уточнено та потенційно може включати інші види інвестицій, зокрема інвестиції в освіту. Потенційна сила “золотого правила” буде надзвичайно доречною у часи повоєнної відбудови України, коли його впровадження з подальшим покроковим збільшенням чистих державних інвестицій сприятиме відновленню інвестиційних процесів.

Дотримання “золотого правила”, як і загальне управління державними інвестиціями, має покладатися на спеціально створений орган центральної виконавчої влади. Наразі в Україні такий інституційний орган відсутній. Так, реалізацією загальних державних інвестиційних проєктів займається Міністерство економіки України, державних інвестиційних проєктів регіонального розвитку – Міністерство розвитку громад та територій України, державних інноваційних проєктів – Міністерство освіти і науки України, дорожніх інфраструктурних проєктів та інфраструктурних проєктів у різних видах транспорту й зв'язку – Міністерство інфраструктури України тощо. Крім того, особливістю управління державними інвестиціями

в Україні є наявність різних фондів, різних процедур управління інвестиціями, які фактично не погоджують свою діяльність між собою. Натомість існують окремі процедури управління регіональними проєктами, національними, проєктами міжнародних фінансових організацій. Також функціонує низка інвестиційно спрямованих фондів, зокрема Державний фонд регіонального розвитку, Державний дорожній фонд, Державний фонд поводження з радіоактивними відходами, Державний фонд розвитку водного господарства, Державний фонд енергоефективності тощо. Кожен з них має свої орієнтири і свій вектор діяльності, за відсутності узгодженості, діалогу, аналізу впливу тощо.

Варто зазначити, що в Україні були спроби створити інститут зі спеціальним статусом, який займався би розробкою та здійсненням державних інвестиційних проєктів. Зокрема, у 2005 р. було створено Державне агентство України з інвестицій та інновацій, а у 2009 р. утворено Національне агентство України з іноземних інвестицій та розвитку, які у 2010 р. було об'єднано та реорганізовано у Державне агентство України з інвестицій та інновацій. Крім того, у 2011 р. сформовано Державне агентство з інвестицій та управління національними проєктами України, яке було об'єднано із Державним агентством України з інвестицій та інновацій та реорганізовано у Державне агентство з інвестицій та управління національними проєктами України. Основним завданням останнього було забезпечення реалізації стратегічно важливих проєктів, що забезпечують технологічне оновлення та розвиток базових галузей реального сектору економіки України. Однак, через неправомірне використання коштів керівництвом цього агентства, його було ліквідовано у 2015 р., а функції передано Міністерству економіки України.

Таким чином, створення інституту зі спеціальним статусом у вигляді органу державної влади довело свою неефективність. Основною причиною є значні масштаби корупції та постійне лобювання реалізації державних інвестиційних проєктів з боку політичних еліт. Тому пропонуємо створити Агентство з управління державними інвестиціями у формі публічного акціонерного товариства з державою в ролі ключового акціонера, фіскальні аспекти функціонування якого у контексті дії “золотого правила” відображено на рис. 1.

До складу Правління, Наглядової ради та Ревізійної комісії Агентства повинні входити як представники держави, так і незалежні особи, зокрема представники міжнародних фінансових організацій, інвестиційних фондів і компаній, відповідних громадських організацій, науковці, які нестимуть персональну відповідальність за ефективну діяльність і прозорість фінансових операцій. Оплата праці керівних посадових осіб такого Агентства, на думку О. Бланшара та Ф. Джаваззі, має визначатися двома параметрами: фінансовою віддачею від державних інвестиційних проєктів (для тих, які, ймовірно, принесуть позитивний фінансовий ефект) та часткою проєктів, які співфінансуються приватним сектором через державно-приватне партнерство. Обидва параметри стимулюватимуть менеджерів докладати зусиль для підвищення фінансової віддачі [3, с. 16–17].

Передача управління державними інвестиціями Агентству може призвести до багатьох вигод для держави. Зокрема, буде забезпечено прозорість реалізації та боргового фінансування державних інвестиційних проєктів через складання Агентством звітності щодо віддачі таких проєктів, витрат на їх технічне обслуговування та амортизацію. В результаті того, що зобов'язання Агентства стануть державним боргом,

посилиться контроль за здійсненням за-позичень, зокрема наданням державних гарантій. Крім того, покращиться якість управління державними інвестиціями, адже Агентство буде органом влади, зосередженим на виконанні одного чітко визначеного завдання. Хоча, як стверджують О. Бланшар і Ф. Джаваззі, існує й значний недолік створення специфічного Агентства, пов'язаний із реалізацією його менеджментом ризикових державних інвестиційних проєктів – у випадку настання несприятливих подій держава завжди прийде на допомогу [3, с. 10]. Тому потрібен постійний моніторинг діяльності і контроль державних інвестицій Агентства з боку держави.

У перехідний (повоєнний) період, коли Україна не матиме достатнього фіскального потенціалу для ухвалення “золотого правила”, і не зможе практично застосовувати його як важливий елемент фіскального механізму регулювання інвестиційних процесів, можна запропонувати більш гнучкий підхід до формування бюджетного дефіциту, який надає особливого значення таким трьома цілям: досягненню макроекономічної стабільності; підтримці стійкості боргової ситуації та забезпеченню захисту державних інвестицій. Зазначене передбачає:

- пошук можливостей для додаткового запозичення коштів з метою фінансування продуктивних та ефективних (з погляду витрат) інвестицій, які мають відповідати завданням забезпечення макроекономічної стабільності та стійкості боргової ситуації;
- акцентування більшої уваги на поточному сальдо бюджету, щоб можливість додаткових запозичень використовувалися для розширення державних інвестицій, а фіскальне коригування досягалось шляхом мобілізації доходів і скорочення поточних, а не капітальних видатків;

- проведення реформ щодо оптимізації поточних бюджетних видатків, уникнення нераціональних державних інвестицій та захист пріоритетних інвестиційних проєктів;
- зосередження уваги на структурних або циклічно скоригованих фіскальних показниках, створення бюджетного резерву у сприятливі періоди, який міг би використовуватися для захисту державних інвестицій у скрутні часи;
- покращення методології оцінки інвестиційних проєктів та управління їх реалізацією для забезпечення продуктивності державних інвестицій та їх ефективності з погляду витрат.

Висновки. Підсумовуючи вищезазначене, варто наголосити, що після останньої світової фінансово-економічної кризи багато розвинених країн зрозуміли, що консолідація бюджету через скорочення державних інвестицій може уповільнювати економічне зростання. Ризик перешкоджання останньому потребує фіскальної політики, яка характеризується вищою часткою державних інвестицій та водночас має бути менш чутливою до економічних циклів. Крім того, для гарантування низького рівня державного боргу бажано запровадити фіскальні правила щодо розширення бюджету. Аргументовано, що “золоте правило публічних фінансів” досягає обох згаданих цілей шляхом обмеження використання державного боргу виключно для фінансування збільшення державних інвестицій, одночасно орієнтуючись на більшу частку державних інвестицій у загальних бюджетних видатках.

У сучасних умовах “золоте правило” було модифіковано у світлі стабілізаційної теорії бюджетного дефіциту та державного боргу в “асиметричне золоте правило”, за яким поточний бюджет балансується не щорічно, а на весь економічний цикл, і тоді

всі запозичення держави у межах циклу йдуть не тільки на фінансування державних інвестицій, а й на покриття циклічного дефіциту. Інакше кажучи, дефіцит створюють як державні інвестиції, бенефіціарами яких є майбутні покоління, так і поточні бюджетні видатки на підтримку зайнятості та доходу нинішніх громадян. “Асиметричне золоте правило” відображає важливу роль фіскальної політики у пом'якшенні рецесії та стримуванні економічного буму. Держава може зводити бюджет із дефіцитом у складні часи (або покладаючись на автоматичні стабілізатори, або “вручну”), нарощуючи видатки та (або) скорочуючи податки для стимулювання слабкої економіки до зростання. Якщо відомі параметри ділового циклу, то дефіцит балансується профіцитом, що виникає через зростання податків та скорочення витрат у період високої кон'юнктури, і держава виходить із циклу без боргу.

З огляду на вищезазначене, Україні (яка в повоєнні часи потребуватиме значного обсягу державних інвестицій) варто імплементувати “золоте правило” (у звичайному чи модифікованому варіанті) у фіскальний механізм регулювання інвестиційних процесів. Вважаємо, що такий механізм дасть змогу розширити масштаби продуктивних державних інвестицій відповідно до завдання збереження макроекономічної стабільності та стійкості боргової ситуації.

Список використаних джерел

1. Длугопольський О., Жуковська А. Досвід країн ЄС у запровадженні фіскальних правил і норм як реакція на прояви світової фінансово-економічної кризи. *Економіст*. 2013. №4. С. 21–24.
2. Perée E., Vällilä T. *Fiscal rules and public investment : Economic and Financial Report 2005/02. Belgium : European Investment Bank, 2005. 25 p.*

3. Blanchard O. J., Giavazzi F. *Improving the SGP through a proper accounting of public investment : discussion paper series №4220*. London : Centre for Economic Policy Research, 2004. 19 p.

4. Barbiero F., Darvas Z. *In sickness and in health: Protecting and supporting public investment in Europe*. Bruegel Policy Contribution. 2014. No. 02. URL : https://phpstack-765020-2596826.cloudwaysapps.com/sites/default/files/wp_attachments/pc_2014_02.pdf.

5. Turrini A. *Public investment and the EU fiscal framework : Economic Papers № 202*. Brussels : Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2004. 49 p.

6. Creel J. *Ranking Fiscal Policy Rules: the Golden Rule of Public Finance vs. the Stability and Growth Pact*. Paris : Economic Research Department, OFCE, 2003. 28 p.

7. Darvas Z., Anderson J. *New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules*. Brussels : European Parliament, 2020. 49 p.

8. Thygesen N., Beetsma R., Bordignon B., Duchêne S., Szczurek M. *Annual Report 2019*. Brussels : European Commission, 2019. 107 p.

9. Thygesen N., Beetsma R., Bordignon B., Duchêne S., Szczurek M. *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*. Brussels : European Commission, 2019. 119 p.

10. Jacobs D. F. *Capital expenditures and the budget : PFM technical guidance note no. 8*. Washington : International Monetary Fund, 2009. 13 p.

11. Луніна І. О. *Публічні фінанси в макро-економічній політиці зростання : монографія*. Київ : ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", 2020. 440 с.

12. Truger A. *The golden rule of public investment: a necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework? IMK Working Paper. № 168*. Düsseldorf : Hans-BöcklerStiftung, Institut

für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), 2016. 48 p.

References

1. Dluhopolskyi, O., & Zhukovska, A. (2013). *Dosvid krain YeS u zaprovadzhenni fiskalnykh pravyl i norm yak reaktsija na proiavy svitovoi finansovo-ekonomichnoi kryzy [EU countries experience in implementing of fiscal rules and regulations as a reaction to the effects of the global financial crisis]*, *Economist –Economics*, 4, 21–24 [in Ukrainian].

2. Perée, E., & Väilä, T. (2005). *Fiscal rules and public investment*. Belgium : European Investment Bank.

3. Blanchard, O. J., & Giavazzi, F. (2004). *Improving the SGP through a proper accounting of public investment*. London : Centre for Economic Policy Research.

4. Barbiero, F., & Darvas, Z. (2014). *In sickness and in health: Protecting and supporting public investment in Europe*. Bruegel Policy Contribution. 02. Available at: https://phpstack-765020-2596826.cloudwaysapps.com/sites/default/files/wp_attachments/pc_2014_02.pdf.

5. Turrini, A. (2004). *Public investment and the EU fiscal framework*. Brussels : Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

6. Creel, J. (2003). *Ranking Fiscal Policy Rules: the Golden Rule of Public Finance vs. the Stability and Growth Pact*. Paris : Economic Research Department, OFCE.

7. Darvas, Z., & Anderson, J. (2020). *New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules*. Brussels : European Parliament.

8. Thygesen, N., Beetsma, R., Bordignon, B., Duchêne, S., & Szczurek, M. (2019). *Annual Report 2019*. Brussels : European Commission.

9. Thygesen, N., Beetsma, R., Bordignon, B., Duchêne, S., & Szczurek, M. (2019). *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*. Brussels : European Commission.

10. Jacobs, D. F. (2009). *Capital expenditures and the budget*. Washington : International Monetary Fund.

11. Lunina, I. O. (2020). *Publichni finansy v makroekonomichnii politytsi zrostannia* [Public finance in the macroeconomic policy of growth]. Kyiv: SI "Institute for Economics and Forecasting

of the National Academy of Sciences of Ukraine" [in Ukrainian].

12. Truger, A. (2016). *The golden rule of public investment: a necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework?* Düsseldorf : Hans-BöcklerStiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK).

Стаття надійшла до редакції 11.09.2022.