

## ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 336.275.3

**В. П. КУДРЯШОВ,**  
*професор, доктор економічних наук,*  
*завідділом державних фінансів Науково-дослідного фінансового інституту*  
*ДННУ “Академія фінансового управління”,*  
вул. О. Гончара, 46/48, 01034, Київ, Україна

### ІМПЕРАТИВИ ТА РИЗИКИ НАКОПИЧЕННЯ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

*Проведено аналіз динаміки показників державного та гарантованого державою боргу в Україні, визначено її імперативи та ризики. Основну увагу приділено питанням динаміки обсягів і структури державних запозичень. Розкрито чинники, які їх зумовлюють, а також зміни щодо співвідношення їх внутрішньої та зовнішньої складових. Запропоновано напрями фіскальної політики, орієнтованої на стримування і обмеження державної та гарантованої державою заборгованості.*

**Ключові слова:** державний борг; гарантований державою борг; фіскальні ризики; дефіцит бюджету; державні запозичення; активні операції державного бюджету; дефіцитно-боргове коригування; внутрішні та зовнішні державні зобов'язання.

Бібл. 9; рис. 5; табл. 4.

UDC 336.275.3

**VASYL KUDRYASHOV,**  
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,*  
*Head of Department of Public Finances, Financial Research Institute,*  
*“Academy of Financial Management”,*  
46/48, O. Honchara St., Kyiv, 01034, Ukraine

### IMPERATIVES AND RISKS OF THE STATE BORROWINGS' ACCUMULATION

*Analysis of dynamics of indicators of the state and the state-guaranteed debt in Ukraine is carried out; its imperatives and risks are determined. The main attention is paid to the dynamics of volumes and structure of the state borrowings. Its' determining factors as well as the changes in the ratio of internal and external components are revealed. The author proposes the directions of fiscal policy aimed at restraining and restricting the state and the state-guaranteed debt.*

**Keywords:** state debt; state-guaranteed debt; fiscal risks; budget deficit; state borrowings; active state budget operations; deficit-debt adjustment; internal and external government obligations.

References 9; Figures 5; Tables 4.

© Кудряшов Василь Павлович (Kudryashov Vasyly), 2018; e-mail: kvp.kudrya@gmail.com.

Необхідність залучення додаткових ресурсів з метою забезпечення поступального економічного, фінансового та соціального розвитку виникає у більшості країн світу. В умовах рецесії підвищується потреба у державній підтримці окремих напрямів економічної діяльності, державних корпорацій, банківської системи. Уряд, як правило, збільшує бюджетні видатки, вдаючись до розширення надання субсидій і дотацій корпораціям, зростають обсяги кредитних операцій, активніше використовуються державні гарантії підприємствам для забезпечення економічного розвитку та фінансової стабільності. Такі заходи передбачають збільшення витрат понад обсяги мобілізованих до державного бюджету ресурсів, що нерідко вимагає зведення бюджету з дефіцитом та мобілізації додаткових надходжень (у рамках фінансування бюджету) для його покриття. Для відновлення економічної динаміки потрібно послабити податковий тиск на бізнес і домогосподарства та не допускати погіршення фінансових показників розвитку країни. Механізми бюджетної підтримки економічного зростання запроваджуються шляхом внесення змін до обсягів і структури бюджетних видатків, кредитування та фінансування.

У проведенні фіскальної політики слід урахувати й інші імперативи. Уряд може виявитись обтяженим значним соціальним навантаженням (що характерно для постсоціалістичних країн), необхідністю здійснення складних структурних реформ (унаслідок утримання високого рівня монополізації економіки, нераціональних співвідношень між тарифами і ринковими цінами, низької результативності державних корпорацій, високого рівня фіскальної централізації, використання деструктивної системи оподаткування, істотних обсягів дефіциту державних соціальних фондів, відсутності потужних демократичних інституцій протидії корупції тощо). Слід також брати до уваги і необхідність створення належних умов для впровадження інновацій, покращення розвитку регіонів, підвищення життєвого рівня громадян, фінансової підтримки біженців та вирішення багатьох інших проблем.

Водночас зростання державних витрат, не перекритих відповідними доходами, призводить до загострення фіскальних ризиків, пов'язаних з погашенням та обслуговуванням державних боргових зобов'язань протягом майбутніх періодів. Утримання високих ризиків мобілізації доходів до державного бюджету та імперативність збільшення бюджетних витрат змушують здійснювати балансування бюджету шляхом розширення обсягів його фінансування, насамперед, за рахунок запозичень. Впливи боргових ризиків зростають у періоди допущення різких пікових показників державних запозичень, що викликані погіршенням макроекономічної ситуації та неадекватністю дискреційної політики. Важливого значення набувають і питання структури зобов'язань за строками, процентними ставками та валютою погашення.

Збільшення обсягів державного та гарантованого державою боргу протягом останніх років в Україні здійснює різноспрямовані впливи на економічний, фінансовий та соціальний розвиток.

Отже, **мета статті** — дослідити причини і чинники накопичення державної заборгованості та загострення боргових ризиків в Україні, визначити заходи, здатні стримати і обмежити боргову експансію.

Питанням застосування політики дефіцитного фінансування та її впливів на соціально-економічний розвиток науковці приділяють значну увагу [1; 2, с. 793–794; 3, с. 117; 4]. Підходи, запропоновані кейнсіанцями щодо державної підтримки сукупного попиту шляхом розширення бюджетних видатків за межі мобілізованих доходів, залишаються досить актуальними. Проте збільшення державної заборгованості (внаслідок розширення фінансування публічного бюджету) не повинно призводити до різких змін курсу національної валюти, зростання інфляції та підвищення процентних ставок на фінансовому ринку. Тому недоцільно допускати збільшення обсягу фінансування дефіциту бюджету за рахунок додаткової грошової емісії центральним банком. Крім того, фіскальна політика має спрямовуватися на підтримку економічного зростання та недопущення зниження ділової активності. Досить важливим також є (з урахуванням підходів теорії суспільного вибору) підвищення якості управління державним сектором економіки (в аспекті дефіцитного фінансування уряд повинен забезпечити високу ефективність використання ресурсу, залученого шляхом запозичень).

Протягом останніх років в Україні активізується державна політика відновлення економічної динаміки, стабілізації фінансової ситуації, вирішення соціальних проблем, підвищення обороноздатності країни, поглиблення фіскальної децентралізації, продовження секторальних реформ \*.

Такі завдання вирішуються за умов, коли утримується істотне навантаження на державний бюджет з фінансування міжбюджетних трансфертів, соціальних витрат, підтримки державних корпорацій, державних цільових фондів, підвищення тарифів на енергоносії до рівня ринкових цін. Воно посилюється в результаті необхідності активізації структурних реформ, спрямованих на обмеження монополізації економіки, забезпечення економічного зростання, реформування системи оподаткування, утримання прийнятних (для бізнесу, домогосподарств, зарубіжних інвесторів) макроекономічних показників, радикальні зміни в системі державного управління, підвищення ділової активності в регіонах, збільшення реальних доходів населення.

Запровадження дійових заходів для розв'язання таких проблем вимагає поглибленого аналізу причин загострення фінансових ризиків та обґрунтування механізмів їх обмеження з урахуванням досвіду зарубіжних країн та особливостей економічного і соціального розвитку України. Вони перебувають у центрі уваги багатьох науковців, зокрема, О.Г. Білоруса [5], Т.П. Богдан [6], В.М. Гейця [7], Т.І. Єфименко [8], О.П. Кириленко [9] та інших. Досить широко висвітлено питання подолання кризових явищ у банківській сфері, проведення державної тарифної політики, розбалансування бюджетів державних соціальних фондів, запровадження програм фіскальної децентралізації, внесення змін до бюджетної підтримки державних корпорацій, застосування механізмів державних гарантій тощо. Водночас бракує поглибленого аналізу причин та наслідків накопичення державних боргових зобов'язань в Україні, а також розроблення дійових механізмів вирішення таких проблем.

\* Стратегія сталого розвитку “Україна – 2020” : схвалено Указом Президента України від 12.01.2015 р. № 5/2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>.

За підсумками 2016 р., продовжували зростати як видатки, так і доходи державного бюджету України, при цьому видаткова частина зростала більш високими темпами, ніж дохідна, що відображало загострення фіскальних ризиків. Розрив між доходами і видатками (з урахуванням кредитування, величина якого зменшилася), порівняно з обсягами у попередньому році, збільшився, наслідком чого стало зростання дефіциту державного бюджету України (табл. 1).

Динаміка показників державного бюджету України \*

Таблиця 1

(млрд. грн.)

Показники	Роки					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (план)
Доходи.....	339,23	357,08	534,69	616,28	793,27	917,88
Видатки.....	403,46	430,21	576,91	684,88	839,24	991,70
Кредитування.....	0,48	4,92	2,95	1,66	1,87	6,83
повернення кредитів...	-5,52	-1,80	-4,30	-5,46	-5,99	-7,33
надання кредитів.....	6,00	6,72	7,25	7,12	7,86	14,16
Дефіцит/фінансування...	64,71	78,05	45,17	70,26	47,85	80,65

\* Складено автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Показники виконання бюджету України 2015/2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/news/bjudzhet/bjudzhet-potochnogo-roku>; Звіт про виконання Державного бюджету України за 2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація\\_2016\\_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf](http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація_2016_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf).

У 2017 р. доходи державного бюджету зросли на 28,72% (порівняно з 2016 р.), а видатки – на 22,54%. Причинами таких змін стали підвищення рівня інфляції \*, досягнення позитивних темпів економічного зростання, перерахування частини доходів НБУ до державного бюджету, а також збільшення доходів від реалізації конфіскованого майна. Наслідком стало зведення бюджету з дефіцитом у 47,85 млрд. грн., що є на 31,89% меншим порівняно з обсягами дефіциту, зафіксованими за підсумками 2016 р. (рис. 1).

За планом на 2018 р. передбачено збільшити доходи державного бюджету на 15,71% порівняно із сумою, досягнутою за підсумками 2017 р. Водночас видатки зростуть на 18,17%, а показники кредитування з державного бюджету знижуватимуться. Бюджет буде зведено з дефіцитом у 80,65 млрд. грн. порівняно з 47,85 млрд. грн. у 2017 р.

Таким чином, протягом останніх років утримувалися досить високі фіскальні ризики, що потребувало залучення ресурсу з метою фінансування бюджетного дефіциту. Загальною тенденцією стало збільшення обсягів бюджетного дефіциту для забезпечення фінансування видатків понад мобілізовані доходи. Також слід звернути увагу на те, що рівень дефіциту державного бюджету відносно ВВП був незначним (у 2016 р. – 2,95%, у 2017 р. – менш як

\* За даними НБУ, у 2017 р. споживча інфляція перевищила цільовий показник ( $8\% \pm 2$  п. п.) та досягла 13,7% (Див.: Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2017 році / Національний банк України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=62200456&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=62200456&cat_id=55838)).

2%). Для його фінансування вистачило б залучення ресурсу у таких обсягах: у 2015 р. – 45,17 млрд. грн., у 2016 р. – 70,26 млрд., у 2017 р. – 47,85 млрд., у 2018 р. – 80,65 млрд. грн.

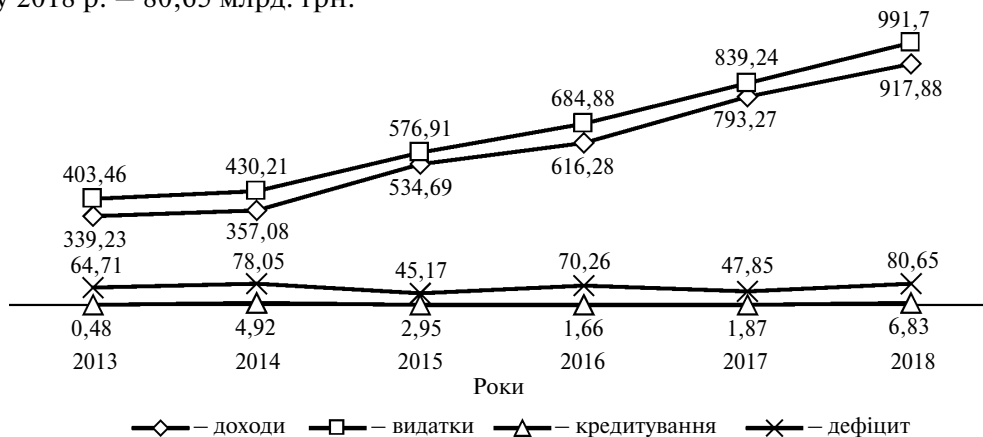


Рис. 1. Зміни показників державного бюджету України (млрд. грн.)

Побудовано автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Показники виконання бюджету України 2015/2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua/news/bjudzhet/bjudzhet-potochnogo-roku>; Звіт про виконання Державного бюджету України за 2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація\\_2016\\_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf](http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація_2016_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf); Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Узагальнений показник фінансування державного бюджету визначається величиною розриву між видатками бюджету (з урахуванням кредитування) та доходами, але він не відображає фінансування цілого ряду операцій, що здійснюються в рамках фінансування бюджету\*. Крім покриття розривів між видатками і доходами в рамках фінансування бюджету відбуваються погашення запозичень, строки виплат за якими передбачено у поточному періоді, фінансування витрат на управління державними борговими зобов'язаннями та витрат на здійснення активних операцій.

Фактором зменшення обсягу запозичень у рамках фінансування державного бюджету є залучення ресурсу від приватизації державного майна. Використання надходжень від приватизації не передбачає повернення коштів позичальникам, тому фінансування бюджету завдяки приватизаційному ресурсу не спричиняє збільшення державного боргу, але, внаслідок невиконання планів приватизації державного майна протягом останніх років, обсяги таких надходжень виявилися незначними. Причинами стали досить високі ризики виконання планів приватизації державного майна. За таких умов уряд вимушений використовувати додаткові ресурси для їх компенсації. На 2018 р. передбачено збільшення надходжень від приватизації державного майна до

\* Фінансування бюджету в Бюджетному кодексі України визначається як “надходження та витрати бюджету, пов’язані із зміною обсягу боргу, обсягів депозитів і цінних паперів, кошти від приватизації державного майна (щодо державного бюджету), зміна залишків бюджетних коштів, які використовуються для покриття дефіциту бюджету або визначення профіциту бюджету” (ст. 2) (Див.: Бюджетний кодекс України від 01.01.2018 р. № 2456-17 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>).

21,30 млрд. грн. (за підсумками 2017 р. було залучено лише 3,38 млрд. грн., або 19,77% запланованого обсягу). Досягнення такого показника стане фактором зменшення (більше, ніж у два рази) державних запозичень, проте ризики виконання такого плану залишаються досить високими.

Активні операції зводяться до мобілізації та використання ресурсу, пов'язаного з управлінням ліквідністю бюджету, змінами обсягу бюджетних коштів, а також з фінансуванням за рахунок коштів Єдиного казначейського рахунку. Активні операції спрямовуються на: придбання урядом неборгових цінних паперів, розміщення коштів на депозитах, збільшення обсягу бюджетних ресурсів на рахунках Державної казначейської служби України (з урахуванням курсових різниць, а також інших розрахунків). Водночас проведення активних операцій може стати і джерелом залучення додаткового ресурсу шляхом: продажу неборгових цінних паперів, які знаходяться у портфелі уряду, відкликання коштів з депозитів, зменшення активів на рахунках Державної казначейської служби України.

Необхідність погашення позик, забезпечення активних операцій, а також покриття дефіциту державного бюджету (внаслідок загострення фіскальних ризиків) вимагають збільшення ресурсу для його фінансування. Витрати на фінансування державного бюджету протягом останніх років значно перевищували суму розривів між видатками (з урахуванням кредитування) і доходами. Наслідком стало зростання обсягів запозичень далеко за межі бюджетного дефіциту. Водночас було внесено великі зміни до структури державних зобов'язань (табл. 2).

Таблиця 2

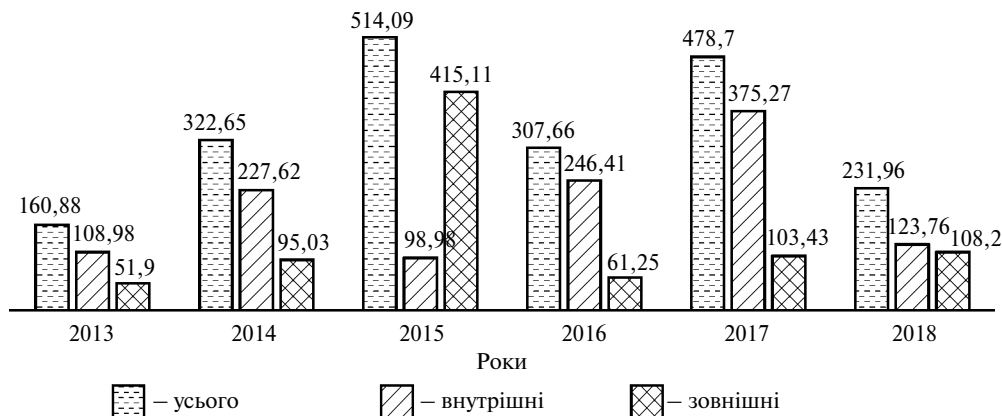
## Динаміка показників державних запозичень \*

(млрд. грн.)

Показники	Роки					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Запозичення (всього).....	160,88	322,65	514,09	307,66	478,70	231,96
внутрішні.....	108,98	227,62	98,98	246,41	375,27	123,76
зовнішні.....	51,90	95,03	415,11	61,25	103,43	108,20
Погашення запозичень..	-71,84	-120,82	-416,59	-111,41	-363,50	-175,73
внутрішніх.....	-41,87	-68,04	-91,17	-102,37	-297,03	-114,02
зовнішніх.....	-37,97	-52,78	-325,42	-9,04	-66,47	-61,70

\* Складено автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Загальна сума запозичень до 2015 р. мала тенденцію до збільшення і у 2015 р. досягла максимального показника, що відображало високий рівень фіскальних ризиків (рис. 2). Таке зростання було викликано різними факторами: значним розширенням обсягів погашення позик, збільшенням фінансування активних операцій (придбанням неборгових цінних паперів), а також покриттям дефіциту бюджету. У 2015 р. зростання запозичень було забезпечено переважно за рахунок зовнішньої складової.



**Рис. 2. Показники обсягів та структури державних запозичень (млрд. грн.)**

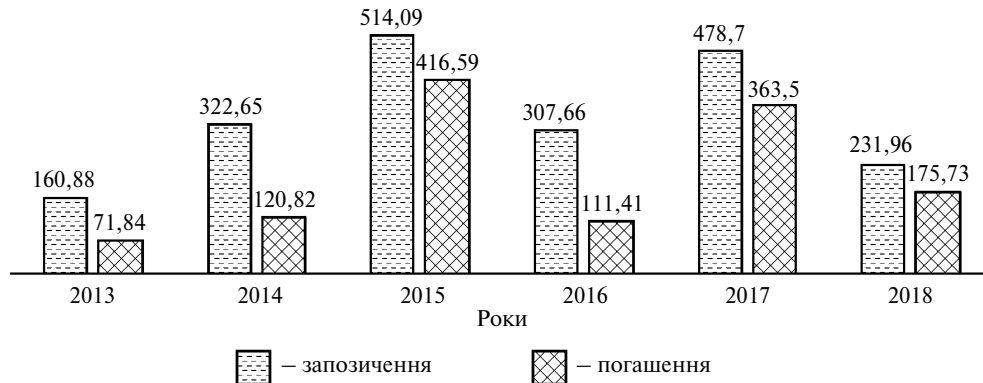
Побудовано автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

У 2016 р. зовнішні запозичення було різко зменшено, а внутрішні – збільшено. У 2017 р. характерним стало загострення ризиків зростання державних запозичень, що призвело до збільшення переважно внутрішніх позик. Навіть зменшення дефіциту бюджету та зростання (порівняно з 2016 р.) надходжень від приватизації у 2017 р. не призвело до зниження обсягу запозичень. Таким чином, у цілому відзначається тенденція до збільшення обсягу запозичень (без урахування плану на 2018 р.). Такі зміни викликані зростанням величини погашення позик, фінансуванням активних операцій та необхідністю погашення дефіциту державного бюджету. Збільшення державних запозичень підвищило ризики, пов'язані з їх погашенням та обслуговуванням. У розміщенні запозичень перевага віддавалася внутрішнім позикам, за винятком 2015 р., коли було різко збільшено зовнішні зобов'язання (див. рис. 2). Але зменшення обсягу запозичень у 2016 р. було перервано їх збільшенням у 2017 р. (переважно завдяки розширенню внутрішніх позик). На 2018 р. передбачено істотне зменшення загального обсягу державних зобов'язань переважно за рахунок зниження показників внутрішньої заборгованості.

Високі ризики накопичення державних запозичень викликані різними причинами, серед яких основною є необхідність погашення позик, отриманих у попередні періоди. Погашення запозичень зумовило різке зростання державних зобов'язань у 2015 та 2017 рр. Їх високий рівень є характерним і для 2018 р. (обсяги у 2,87 раза перевищують граничний рівень дефіциту бюджету) (рис. 3).

Протягом аналізованого періоду обсяги запозичень перевищували суми їх погашення внаслідок того, що залучення ресурсу здійснювалося не тільки для погашення позик, але й для вирішення інших завдань (фінансування витрат за активними операціями, а також покриття бюджетного дефіциту). Ці розбіжності могли б бути набагато меншими, якби виконувалися плани надходжень від приватизації державного майна. Водночас слід звернути увагу на те, що найбільш істотними такі відхилення виявились у 2014 та 2016 рр. (погашення

становило відносно запозичень, відповідно, 37,44% та 36,21%), що відображає направлення значної частки ресурсу, залученого за умов запозичень, на фінансування витрат у рамках проведення активних операцій та фінансування дефіциту.



**Рис. 3. Зміни показників залучення державних зобов'язань та їх погашення (млрд. грн.)**

Побудовано автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

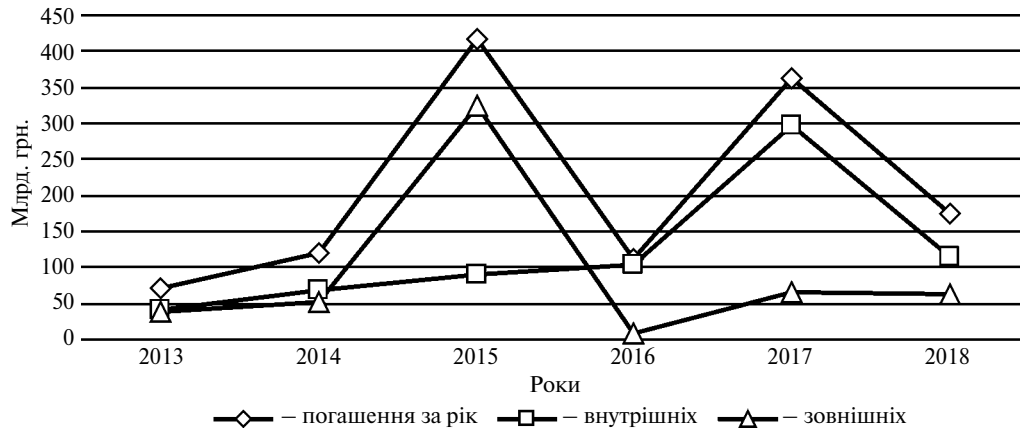
За підсумками 2017 р., обсяги державних запозичень знову зросли переважно через збільшення погашення зобов'язань. На фінансування активних операцій та дефіциту бюджету було направлено 24,07% залученого від запозичень ресурсу. Частково такі зміни були викликані зменшенням витрат на активні операції та збільшенням надходжень від приватизації державного майна. На 2018 р. заплановано значно скоротити обсяги запозичень завдяки, насамперед, зниженню показників їх погашення. Водночас запозичення в обсягу 56,23 млрд. грн., або 24,24% їх загальної суми, передбачено направити на фінансування бюджетного дефіциту. З урахуванням виконання плану надходжень від приватизації державного майна (21,30 млрд. грн.), а також від проведення активних операцій (3,11 млрд. грн.) такого ресурсу буде достатньо для його фінансування.

Значних змін зазнала і структура погашення державних запозичень (рис. 4). Піковим виявився 2015 р., коли їх обсяги істотно зросли переважно через необхідність різкого збільшення покриття зовнішніх зобов'язань. Для вирішення таких завдань залучалися в основному зовнішні запозичення (див. рис. 2). У 2016 р. зменшення обсягу державних запозичень було досягнуто лише за рахунок погашення їх зовнішньої частини (внутрішня складова мала тенденцію до зростання). У 2017 р. погашення запозичень збільшувалося переважно за внутрішніми зобов'язаннями, до того ж зросли і показники покриття зовнішніх позик. На фінансування дефіциту державного бюджету було направлено 47,85 млрд. грн., а на фінансування витрат на проведення активних операцій – 67,35 млрд. грн.

У 2018 р. заплановано різко зменшити обсяги погашення державних запозичень більшою мірою за рахунок зниження показників внутрішніх і част-



ково – зовнішніх зобов'язань. На фінансування дефіциту державного бюджету буде направлено із внутрішніх надходжень 9,74 млрд. грн., а із зовнішніх – 46,50 млрд. грн. Водночас передбачається значне збільшення надходжень від приватизації державного майна, проте існують високі ризики виконання запланованих показників. Крім того, зростають ризики збільшення соціальних видатків перед наступними виборами.



**Рис. 4. Динаміка показників погашення державних зобов'язань України**

Побудовано автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Особливого значення набувають питання забезпечення витрат за активними операціями. Найбільші обсяги їх фінансування за рахунок ресурсу, залученого шляхом запозичень, припали на 2014 р. (123,78 млрд. грн.) і 2016 р. (125,99 млрд. грн.). Водночас і у 2017 р. вони залишалися значними (67,35 млрд. грн.). У рамках проведення активних операцій найбільше уваги було приділено фінансуванню державних корпорацій. За оцінками експертів НБУ, банки з державним капіталом стали джерелом істотних системних ризиків для фінансового сектору. Протягом багатьох років вони так і не перетворилися на осередки підтримки економічного зростання, а їх діяльність була спрямована переважно на кредитування підприємств, які перебували у колі інтересів політиків\*.

За інформацією Міністерства фінансів щодо виконання Державного бюджету України на 2016 рік\*\*, витрати на проведення активних операцій (у млрд. грн.), профінансовані за рахунок державних внутрішніх запозичень, направлялися на:

- капіталізацію ПАТ КБ “ПриватБанк” – 107,0;
- капіталізацію ПАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України” – 9,3;

\* Звіт про фінансову стабільність. – червень 2016 / Національний банк України : Офіційний сайт. – С. 54–59 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744>.

\*\* Інформація Міністерства фінансів України щодо виконання Державного бюджету України за 2016 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/informaciya-ministerstva-finansiv-ukrayini-2702/>.

– надання кредиту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) – 7,9;

– капіталізацію ПАТ “Державний ощадний банк України” – 5,0.

Таким чином, на забезпечення бюджетної допомоги державним банкам і ФГВФО було витрачено 129,2 млрд. грн. \*. Відповідні зміни було внесено до державного бюджету щодо збільшення показників граничного обсягу державного боргу. Водночас, з урахуванням надходжень бюджетних коштів у рамках фінансування бюджету в сумі 22,03 млрд. грн., на активні операції було направлено 107,19 млрд. грн.

Емісія ОВДП з метою збільшення статутного капіталу державних банків продовжувалась і у 2017 р. За даними НБУ, для збільшення статутних капіталів банків у 2017 р. було випущено ОВДП на суму 70,70 млрд. грн. (у 2016 р. – 121,27 млрд. грн.) \*\*. Такі операції відображають заходи щодо підтримки державних банків з боку органів державного управління. Неспроможність державних банків забезпечити свій поступальний розвиток за рахунок власних доходів перекривалася за допомогою ресурсу державного бюджету, що призвело до загострення ризиків його виконання.

За визначенням експертів НБУ, “застосування механізму випуску ОВДП, що спрямовуються на докапіталізацію, є формуванням “прихованого” дефіциту державного бюджету, що веде до зростання державного боргу” \*\*\*. Проте зміст дефіциту державного бюджету зводиться до перевищення видатків (з урахуванням кредитування) над доходами. Таке поняття не відображає операції фінансування бюджету, що здійснюється шляхом емісії ОВДП для проведення докапіталізації державних корпорацій. Тому використання терміна “прихований дефіцит” відносно таких операцій не можна вважати вдалим. У даному випадку збільшується фінансування державного бюджету без зростання величини дефіциту \*\*\*\*.

Зарубіжні науковці пояснюють відхилення обсягів фінансування публічного бюджету від показників його дефіциту проведенням так званого дефіцитно-боргового коригування (stock-flow adjustment, або deficit-debt adjustment). Зокрема, за визначенням експертів Світового банку, воно є причиною виникнення різниці між динамікою показників дефіциту державного

\* За даними Державної казначейської служби України, на фінансування придбання цінних паперів у 2016 р. було направлено 129,22 млрд. грн. (Див.: Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>).

\*\* Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Національний банк України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

\*\*\* Про вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : рішення Ради Національного банку України від 31.10.2017 р. № 49-рд [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=DF26E5503D4F13B891CC66EB5AE44FCC?id=58771704>.

\*\*\*\* Тому термін “загальне фінансування”, що використовується у звітності про фінансування державного бюджету, є не зовсім точним. Він відображає лише обсяги фінансування, які націлені на покриття дефіциту, але не враховує величини ресурсу, направленої на погашення запозичень, здійснення управління ліквідністю, а також внесення змін до обсягу бюджетних коштів. Загальна сума фінансування державного бюджету має повніше відображати величину ресурсу, залучену від запозичень, приватизації, а також проведення активних операцій.

бюджету і змінами державного боргу\*. Такий підхід використовується і в практичній діяльності з регулювання публічних бюджетів у ЄС. Згідно з класифікацією Єврокомісії, дефіцитно-боргове коригування виникає внаслідок надання позик урядом, збільшення капіталу корпорацій (за рахунок бюджетного ресурсу) тощо, які не відображаються у показниках дефіциту бюджету\*\*.

Обсяги державних запозичень зростають не тільки через зведення публічного бюджету з дефіцитом, але й через збільшення капіталу державних корпорацій шляхом розміщення боргових цінних паперів урядом. Показники дефіциту державного бюджету не відображають такі операції, оскільки вони не передбачають зростання державних видатків або надання кредитів з державного бюджету корпораціям. Здійснюється випуск державних облігацій та їх обмін на неборгові цінні папери державних корпорацій, наслідком чого стає збільшення, з одного боку, обсягів статутного капіталу корпорацій, а з іншого – суми неборгових цінних паперів у володінні державних органів управління. Такі операції відображають заходи, спрямовані на проведення дефіцитно-боргового коригування. Щодо погашення та обслуговування емітованих боргових цінних паперів, то вони забезпечуються шляхом використання коштів державного бюджету.

Обслуговування державних боргових зобов'язань здійснюється у складі видатків державного бюджету. Їх фінансування має принципові відмінності від погашення запозичень, яке забезпечується через залучення додаткового ресурсу в межах проведення операцій фінансування бюджету. Протягом останніх років обсяги ресурсу державного бюджету, направлено на фінансування видатків з обслуговування державного та гарантованого державою боргу, мали стійку тенденцію до збільшення (табл. 3)

Таблиця 3

**Показники видатків державного бюджету України  
на обслуговування державного боргу \***

Показники	Р о к и				
	2013	2014	2015	2016	2017
Видатки (всього).....	403,46	430,22	576,91	684,88	839,24
у тому числі:					
обслуговування боргу.....	31,68	47,98	84,51	95,79	110,46
видатки з обслуговування боргу до ВВП (%).....	2,08	3,03	4,25	4,02	3,88
видатки з обслуговування боргу до загальної суми видатків (%).....	7,86	11,16	14,65	13,99	13,16

\* Складено автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

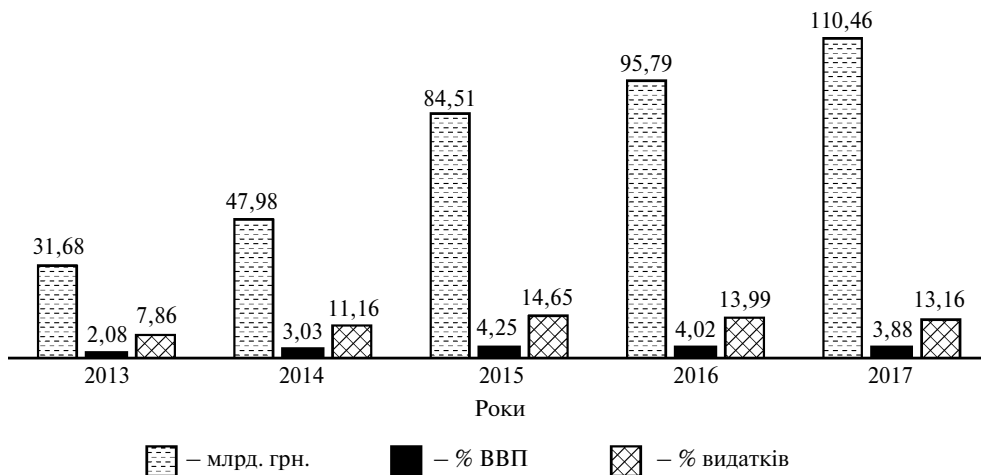
*Примітка:* прогностичний показник номінального ВВП станом на вересень 2017 р. – 2846 млрд. грн. (Див.: Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу: схвалено рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року / Рада Національного банку України. – К., 2017. – 25 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>).

\* From Government Deficit to Debt: Bridging the GAP / European Central Bank. – P. 87–93 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp8793\\_mb200704en.pdf?3fe16d8969bb1cfdefe3cb18fec32a47](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp8793_mb200704en.pdf?3fe16d8969bb1cfdefe3cb18fec32a47).

\*\* Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU28 for the period 2012–2015, as reported in the October 2016 EDP notification / Eurostat [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/7707555/STOCK-FLOW-2016-ОСТ.pdf>.

Найбільш високими темпами видатки з обслуговування державного боргу зросли у 2014 р. (31,39%) та у 2015 р. (56,65%). У 2016 р. вони підвищувалися на 14,48%, а у 2017 р. — на 15,31% порівняно з показником, досягнутим у попередні роки. Таким чином, можна зробити висновок про значне зростання цих витрат. Утримання курсу на збільшення показників обслуговування боргу є фактором загострення ризиків управління фінансуванням державного бюджету. Їх зростання (за інших рівних умов) призводить до підвищення показників бюджетного дефіциту, що вимагає залучення додаткового ресурсу для його фінансування.

Водночас показники обслуговування боргу у процентах до загальної суми витратків, а також доходів державного бюджету мали тенденцію до зниження (рис. 5). Слід сказати про певну позитивну динаміку таких показників, проте вона є недостатньою і потребує продовження. Одним з найважливіших завдань залишається досягнення істотного зниження дохідності державних заборозичень.



**Рис. 5. Динаміка показників видатків з обслуговування державних заборозичень України**

Побудовано автором за: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

Таким чином, в Україні зафіксовано досить високі фіскальні ризики, які включають: збільшення та утримання значних показників державних заборозичень; істотний рівень дохідності державних позик; перекладання заборозичень корпорацій і установ на державний бюджет; невиконання планів приватизації державного майна; фінансування державного боргу органами державного управління за рахунок НБУ та державних банків.

Наслідком збільшення державних заборозичень стало зростання показників державного та гарантованого державою боргу (табл. 4). Публічні боргові зобов'язання, номіновані в національній валюті, мають стійку тенденцію до збільшення і значно перевищують темпи збільшення боргу, номінованого у доларах. У 2012—2016 рр. показники державного та гарантованого державою боргу, номінованого у національній валюті, підвищились у 3,74 раза, а у доларах — на 10,04%.

Таблиця 4

## Державний та гарантований державою борг України \*

Одиниці виміру	Роки							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (граничний обсяг)	2017	2018 (план)
млрд. грн. ....	515,51	584,79	1100,83	1572,18	1929,81	2403,10	2141,67	2746,90
млрд. дол. ....	64,50	73,16	69,81	65,51	70,97	–	76,31	–
% до ВВП.....	35,33	38,40	69,37	79,06	80,98	84,44	75,25	84,57

\* Складено автором за: Міністерство фінансів України. Борг. Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою боргу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy\\_2016?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu](http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy_2016?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu).

*Примітка:* враховано показники ВВП за прогнозами уряду: 2017 р. – 2846 млрд. грн., 2018 р. – 3248 млрд. грн. (Див.: Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схвалено рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року / Рада Національного банку України. – К., 2017. – 25 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>).

Починаючи з 2015 р. рівень боргової позиції держави відносно ВВП перевищував показники боргу, номіновані у доларах (рис. 5).

Причинами зростання державної заборгованості стали зміни як у фіскальній політиці, так і у грошово-кредитній сфері. З одного боку, було набагато розширено бюджетну підтримку державних корпорацій, відбулися підвищення тарифів на енергоносії (для їх наближення до ринкових цін), одержавлення капіталу у приватних банках, збільшення дефіциту державного бюджету, було надано компенсації вкладникам збанкрутілих банків, з іншого – значно знизився курс національної валюти \*. Наслідком стало загострення ризиків мобілізації доходів до бюджетної системи, натомість обсяги бюджетних видатків потребували збільшення. Високими залишалися ризики бюджетної підтримки державного і приватного секторів шляхом надання гарантій.

Характерно, що зростання державного та гарантованого державою боргу відзначалося навіть у періоди зменшення державних запозичень. У 2016 р. мало місце зниження показників державних запозичень на 40,15%, проте обсяги державного та гарантованого державою боргу, номінованого в національній валюті, зросли на 22,75%, а в доларах – на 8,34%.

У 2017 р. до державного бюджету надійшли додаткові доходи на суму 29,67 млрд. грн., отримані у формі конфіскованих коштів. Крім того, до загального фонду було перераховано 44,38 млрд. грн. від НБУ. Конфіско-

\* Основними факторами зростання державного боргу у 2014–2016 рр. урядом було визначено: девальвацію національної валюти (у 3,4 раза); необхідність фінансування дефіциту державного бюджету та підтримки фінансової системи країни і НАК “Нафтогаз України” з використанням механізмів ОВДП; надання субвенцій місцевим бюджетам для розрахунків за природний газ та компенсацію різниці в тарифах на виробництво теплової енергії для населення (кошти залучалися шляхом розміщення ОВДП); відшкодування сум ПДВ для окремих платників (шляхом випуску ОВДП); отримання кредитів міжнародних фінансових організацій для фінансування проектів розвитку, державної підтримки ФГВФО (Див.: Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017–2019 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 01.12.2017 р. № 905 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>).

вані гроші направлялися до спеціального фонду, що призвело до його профіциту у 7,02 млрд. грн. Щодо загального фонду, то його було зведено з дефіцитом у 54,87 млрд. грн., наслідком чого стало зведення державного бюджету в цілому з дефіцитом у 47,85 млрд. грн. Такі зміни відбулися не через значне підвищення темпів економічного зростання, а були викликані причинами, які не належать до факторів довгострокової дії.

До основних напрямів стримування державного боргу належать:

- скорочення величини обслуговування державних боргових зобов'язань;
- внесення змін, спрямованих на зменшення фінансування витрат, пов'язаних з проведенням активних операцій;
- реалізація програм щодо зниження витрат на фінансування бюджетного дефіциту.

Така політика має підкріплюватись адекватними змінами у напрямі забезпечення фінансової стабільності (недопущення різкого зниження курсу національної валюти і високих темпів інфляції, а також підвищення рівня процентних ставок на фінансовому ринку) \*.

Зростання державного та гарантованого державою боргу відбувалося внаслідок:

- ускладнення умов макроекономічного розвитку (різке зниження темпів економічного розвитку в період рецесії та їх незначний приріст у ході відновлення);
- різких змін у грошово-кредитній сфері (курсу національної валюти);
- загострення соціальних проблем (у зв'язку з реформуванням тарифів до наближення їх до ринкових цін, зростанням інфляції та змінами курсу національної валюти);
- поглиблення кризових явищ у банківській системі (банкрутство та ліквідація як дрібних, так і окремих провідних банків);
- розбалансування пенсійної системи (зведення із значними дефіцитами бюджету Пенсійного фонду України) \*\*;
- високого рівня фіскальної централізації (недостатня фінансова база місцевих бюджетів та перевантаження функцій центрального уряду);

\* За оцінками експертів НБУ, у 2015 р. відбулося руйнування інфраструктури та зниження завантаженості підприємств на Сході нашої держави, розриви виробничих зв'язків з іншими регіонами, падіння світових цін на товари сировинного експорту, скорочення внутрішнього попиту, підвищення ризиків залучення ресурсу на світових фінансових ринках, загострення військового конфлікту на Сході України. Наслідком стало знецінення обмінного курсу гривні та різке зростання індексу споживчих цін. Відбувалося також підвищення адміністративно регульованих тарифів (Див.: Річний звіт 2015. Прозорість. Відкритість. Підзвітність / Національний банк України. – С. 44–45 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=33868839>).

\*\* Кошти державного бюджету на фінансування виплат пенсій, надбавок та підвищень до пенсій, призначених за різними пенсійними програмами, та дефіциту ПФУ (за підсумками 2016 р.) становили 142,59 млрд. грн. (за планом – 142,59 млрд. грн.). Покриття дефіциту коштів ПФУ дорівнювало 84,9 млрд. грн., або 3,56% ВВП, з яких 4 млрд. грн. – на авансове фінансування пенсій у січні 2017 р. Обсяг видатків за рахунок власних надходжень досяг 78,55% всієї суми видатків (за рахунок власних надходжень покривається 79,74% видатків) (Див.: Звіт про виконання бюджету Пенсійного фонду України за 2016 рік / Пенсійний фонд України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfu.gov.ua/category/informatsiya/byudzhet/arhiv-zvitnist-byudzhet/2016/>).

– заострення ризиків фінансування охорони здоров'я, освіти, науки та багатьох інших сфер економічної діяльності;

– переведення частини зовнішнього боргу місцевих органів державного управління до державного бюджету та фінансування його погашення шляхом випуску облігацій центрального уряду.

Накопичення державних боргових зобов'язань урядом, з одного боку, дозволяє вирішити проблеми мобілізації фінансового ресурсу протягом короткострокових періодів для покриття тимчасових фіскальних дисбалансів, з іншого – продовжують утримуватися високі фінансові ризики та негативні впливи на економічний і соціальний розвиток України у середньо- та довгостроковій перспективі \*. З метою їх недопущення доцільним є запровадження цілого комплексу заходів державної фінансової політики, спрямованих на недопущення заострення боргових ризиків та обмеження негативних впливів накопичення боргу на виконання державного бюджету. До їх складу належать:

1) зменшення обсягів дефіцитно-боргового коригування шляхом обмеження бюджетної підтримки державних корпорацій та державних установ. Їх поступальний розвиток має забезпечуватися за рахунок власного ресурсу, що передбачає запровадження принципів корпоративного управління та усунення органів державного управління від здійснення прямих впливів на їх діяльність (необхідним є також продаж акцій націоналізованих урядом банків);

2) внесення змін до системи мобілізації, розподілу та використання ресурсів державних соціальних фондів для зменшення фінансування їх дефіциту з державного бюджету (за рахунок розширення бази оподаткування шляхом обмеження тіньової оплати праці, підвищення рівня зарплати, раціоналізації витратів через зменшення непрофільних витрат, а також використання тимчасово вільних коштів з метою отримання доходів від інвестиційної діяльності);

3) прискорення приватизації майна державних підприємств та установ, які не мають стратегічного значення та потребують виведення з-під контролю політиків і переорієнтації на ринкові принципи господарювання, зменшення участі державних органів управління у господарських процесах. Наслідком таких заходів стане збільшення надходжень до державного бюджету, що дозволить знизити обсяги запозичень для його фінансування;

4) підтримка недискреційної фіскальної політики, спрямованої на підтримання економічного зростання та досягнення прийнятних показників фінансової стабільності (податкового навантаження, рівня інфляції, процентних

---

\* Меморандумом між Україною і МВФ передбачено продовження фіскальної консолідації в Україні (для забезпечення стабільності боргу в середньостроковому періоді), що має бути підтримано запровадженням пенсійної реформи і більш ефективної та сприятливої для розвитку податкової системи з одночасним підвищенням якості державних витратів та реформуванням сектору державних корпорацій, подоланням корупції та залученням інвестицій і підвищенням економічного потенціалу (Див.: Меморандум МВФ. – Додаток І. Україна: Меморандум про економічну і фінансову політику. – П. 18. – К., 2 березня 2017 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Меморандум%20МВФ\\_Київ,%202%20березня%202017.pdf](https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Меморандум%20МВФ_Київ,%202%20березня%202017.pdf)).

ставок, конкуренції), за рахунок раціоналізації залучення, розподілу і використання бюджетних ресурсів;

5) перегляд системи надання та використання державних гарантій за випущеними на внутрішній ринок цінними паперами державних банків і державних установ, а також зарубіжних фінансових інститутів з метою недопущення перекладання сплати боргу суб'єктами господарювання на державний бюджет;

6) підвищення ефективності використання бюджетних ресурсів за рахунок обмеження монопольного лобіювання їх розподілу з боку окремих олігархічних бізнес-структур та політиків, покращення моніторингу та аналізу показників результативності бюджетних видатків з боку Рахункової палати України, створення належних умов (розкриття потрібної інформації, можливості надання пропозицій, отримання звітів про їх урахування тощо) для участі громадських організацій у вирішенні зазначених проблем;

7) розроблення реальних та дійових фіскальних правил, спрямованих на стримування і зменшення державної заборгованості, що передбачає внесення змін до процесу контролю (як внутрішнього, так і зовнішнього) за проведенням фінансування державного бюджету, а також заходів щодо їх забезпечення в ході його виконання. Контроль має здійснюватися за станом державного і гарантованого державою боргу з боку уряду, парламенту, а також громадянського суспільства. Він повинен спрямовуватися на недопущення перевищення оптимальних обсягів державних зобов'язань (утримання безпечного рівня заборгованості, допустимих показників витрат на погашення боргу, граничних рівнів дохідності державних запозичень). Реалізація комплексу заходів щодо зменшення витрат на обслуговування державних запозичень (зниження дохідності державних запозичень на внутрішньому і зовнішніх фінансових ринках, покращення структури видатків з управління державним боргом, зменшення витрат на управління державними та гарантованими державою зобов'язаннями).

### Висновки

Зростання обсягів державного та гарантованого державою боргу і зміни його структури в Україні викликано рядом чинників: необхідністю збільшення бюджетних видатків, розширення підтримки державних корпорацій і банківської системи, фінансування заходів, спрямованих на наближення тарифів на енергоносії до ринкових цін, використання державних гарантій. Вирішення таких завдань здійснювалося в умовах загострення фінансових ризиків: мобілізації доходів, залучення додаткового ресурсу з метою фінансування бюджетного дефіциту та дефіцитно-боргового коригування, недовиконання планів приватизації, високого рівня інфляції, а також зниження курсу національної валюти.

Основою нарощування державної заборгованості стало збільшення державних запозичень, що було викликано зростанням обсягів погашення зобов'язань, підвищенням витрат на проведення активних операцій, перекладанням частини запозичень корпорацій і установ на державний бюджет. За умов невиконання планів надходжень від приватизації державного майна така по-



літика призвела до загострення фіскальних ризиків (утримання високих показників державних запозичень, фінансування боргу за рахунок НБУ та державних банків).

Політика державних запозичень (в аспекті її внутрішньої та зовнішньої складових) виявилася непослідовною: допускалися різкі зміни у залученні ресурсу від внутрішніх і зовнішніх джерел. Піковим було навантаження на державний бюджет з погашення позик у 2015 р., коли різко збільшилися зовнішні запозичення. У 2017 р. такі проблеми було вирішено переважно за рахунок розміщення внутрішніх зобов'язань.

Витрати державного бюджету на проведення активних операцій було направлено на надання фінансової підтримки державним банкам та державним установам, ФГВФО, капіталізацію окремих приватних банків. Наслідком збільшення державних запозичень (за умов їх високої дохідності як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках) стало зростання обсягів обслуговування позик, а з урахуванням бюджетної підтримки державних соціальних фондів — показників бюджетного дефіциту.

До основних напрямів стримування, а надалі — й скорочення державної заборгованості, належать: зменшення дефіцитно-боргового коригування; обмеження фінансування дефіциту державних соціальних фондів; зниження витрат з обслуговування державних запозичень; досягнення більш раціонального співвідношення внутрішніх і зовнішніх зобов'язань; прискорення приватизації державного майна; розширення недискреційних механізмів фіскальної політики; підвищення фіскальної результативності надання та використання державних гарантій; затвердження оновлених бюджетних правил і використання реальних механізмів щодо їх дотримання.

#### Список використаної літератури

1. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. — Глава 24 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf>.
2. Стігліц Дж.Е. Економіка державного сектора ; [пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський]. — К. : Основи, 1998. — 854 с.
3. Фридмен М. Количественная теория денег. — М. : Эльф-пресс, 1996. — 131 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://search.rsl.ru/ru/record/01001729490>;
4. Нуреев Р.М. “Общая теория занятости, процента и денег” Дж. М. Кейнса: предпосылки возникновения, методология и особенности интерпретации // Journal of Institutional Studies (Журнал институциональных исследований). — 2016. — Т. 8. — № 1. — С. 6–35 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [http://hjournal.ru/files/JIS\\_8.1/JIS\\_8.1\\_1.pdf](http://hjournal.ru/files/JIS_8.1/JIS_8.1_1.pdf).
5. Білорус О.Г. Структурна трансформація глобального капіталу та гіперфінансіалізація відтворювальних процесів // Фінанси України. — 2016. — № 1. — С. 7–19.
6. Богдан Т.П. Глобальні умови та внутрішні ризики функціонування валютно-фінансової сфери України // Фінанси України. — 2017. — № 1. — С. 52–74.

7. Геєць В.М. Особливості взаємозв'язку економічних та політичних трансформацій на шляху до реконструктивного розвитку України // Економіка України. – 2017. – № 10. – С. 3–17.

8. Iefymenko T. Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine // Фінанси України. – 2016. – № 3. – С. 7–14.

9. Кириленко О.П. Формування інституційного забезпечення прозорості бюджетного процесу в Україні // Фінанси України. – 2017. – № 8. – С. 80–94.

#### References

1. Keynes J.M. *Obshchaya Teoriya Zanyatosti, Protsenta i Deneg* [The General Theory of Employment, Interest and Money], Ch. 24, available at: <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf> [in Russian].

2. Stiglitz J.E. *Ekonomika Derzhavnoho Sektora* [Economics of the Public Sector]. Kyiv, Osnovy, 1998 [in Ukrainian].

3. Friedman M. *Kolichestvennaya Teoriya Deneg* [Quantity Theory of Money]. Moscow, El'f-press, 1996, available at: <https://search.rsl.ru/ru/record/01001729490> [in Russian].

4. Nureev R.M. “*Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg*” *Dzh.M. Keinsa: predposylki vznikhoveniya, metodologiya i osobennosti interpretatsii* [“The general theory of employment, interest and money” J.M. Keynes: background, methodology and specific interpretations]. *Zhurnal institutsional'nykh issledovaniy – Journal of Institutional Studies*, 2016, Vol. 8, No. 1, pp. 6–35, available at: [http://hjournal.ru/files/JIS\\_8.1/JIS\\_8.1\\_1.pdf](http://hjournal.ru/files/JIS_8.1/JIS_8.1_1.pdf) [in Russian].

5. Bilorus O.G. *Strukturna transformatsiya global'noho kapitalu ta hiperfinansializatsiya vidtvoryuval'nykh protsesiv* [Structural transformation of the global capital and hiperfinancialization of reproduction processes]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2016, No. 1, pp. 7–19 [in Ukrainian].

6. Bohdan T.P. *Global'ni umovy ta vnutrishni ryzyky funktsionuvannya valyutno-finansovoi sfery Ukrainy* [Global conditions and country-specific risks for functioning foreign exchange and financial sectors in Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 1, pp. 52–72 [in Ukrainian].

7. Heyets V.M. *Osoblyvosti vzaemozv'yazku ekonomichnykh ta politychnykh transformatsii na shlyakhu do rekonstruktyvnoho rozvytku Ukrainy* [Peculiarities of interrelationship of economic and political transformations on the way to reconstructive development of Ukraine's economy]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2017, No. 10, pp. 3–17 [in Ukrainian].

8. Iefymenko T. Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2016, No. 3, pp. 7–14.

9. Kyrylenko O.P. *Formuvannya instytutsiinoho zabezpechennya prozorosti byudzhethnoho protsesu v Ukraini* [Formation of institutional support for transparency of the budget process in Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 8, pp. 80–94 [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 21 лютого 2018 р.  
The article was received by the Editorial staff on February 21, 2018.