

І. В. Богдан, Т. Ю. Яра, Д. В. Коноваленко

СЕКТОР ЗАГАЛЬНОДЕРЖАВНОГО УПРАВЛІННЯ УКРАЇНИ
У 2015 РОЦІ¹

Стаття присвячена практичним аспектам застосування сучасних інструментів діагностики стану сектору загальнодержавного управління (СЗДУ) відповідно до вимог стандартів податково-бюджетної статистики МВФ. Акцент зроблено на формуванні інформаційного портрету державних фінансів України в розрізі основних типів операцій, котрі проводяться у СЗДУ, таких як поточні операції, з нефінансовими активами (державні інвестиції), із фінансовими активами та зобов'язаннями (фінансування дефіциту), баланс активів і зобов'язань, остаточний вплив фіскальної політики на економічне зростання. На підставі бази даних МВФ, звітів Державного казначейської служби України, Пенсійного фонду України, Національного банку України розраховано та проаналізовано показники СЗДУ за 2002—2015 рр. Встановлено причини виникнення перманентних фіскальних дисбалансів, що призводили до посилення тиску на обсяг необхідних запозичень. З'ясовано наслідки інтенсивного нарошування зобов'язань СЗДУ, а саме: збільшення непродуктивних державних видатків на обслуговування боргу, звуження можливостей для фіскального маневру в рамках програм бюджетної консолідації, пригнічення реального внутрішнього попиту, фактичне усунення держави від участі в подоланні макроекономічних дисбалансів засобами фіскальної політики, погіршення фіскальної стійкості державних фінансів. Обґрунтовано висновок про необхідність термінової переорієнтації фіскальної політики України на підтримку реального споживчого й інвестиційного попиту. Підкреслено, що позитивний фіскальний імпульс сприятиме скороченню розриву між потенційним і фактичним ВВП та створенню умов для забезпечення стійкого реального економічного зростання в майбутньому.

Ключові слова: сектор загальнодержавного управління, фінансове програмування, державні фінанси, дефіцит.

Рис. 9. Табл. 3. Літ. 15.

І. В. Богдан, Т. Ю. Ярая, Д. В. Коноваленко

СЕКТОР ОБЩЕГОСУДАРСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ УКРАИНЫ
В 2015 ГОДУ

Статья посвящена практическим аспектам применения современных инструментов диагностики состояния сектора общегосударственного управления (СОГУ) в соответствии с требованиями стандартов налогово-бюджетной статистики МВФ. Акцент сделан на формировании информационного портрета государственных финансов Украины в разрезе основных типов операций, проводимых в СОГУ, таких как текущие операции, с нефинансовыми активами (государственные инвестиции), с финансовыми активами и обязательствами (финансирование дефицита), баланс активов и обязательств, окончательное влияние фискальной политики на экономический рост. На основе базы данных МВФ, отчетов Государственной казначейской службы Украины, Пенсионного фонда Украины, Национального банка Украины рассчитаны и проанализированы показатели СОГУ за 2002—2015 гг. Установлены причины возникновения перманентных фискальных дисбалансов, которые приводили к усилению давления на объем необходимых заимствований. Выявлены последствия интенсивного наращива-

¹ Продовження статті І. В. Богдана, Т. Ю. Ярої, Д. В. Коноваленка “Діагностика стану сектору загальнодержавного управління України”, опублікованої в журналі “Фінанси України” № 4 за 2016 р., с. 27—49.

ния обязательств СОГУ, а именно: увеличение непродуктивных государственных расходов на обслуживание долга, сужение возможностей для фискального маневра в рамках программ бюджетной консолидации, угнетение реального внутреннего спроса, фактическое устранение государства от участия в преодолении макроэкономических дисбалансов средствами фискальной политики, ухудшение фискальной устойчивости государственных финансов. Обоснован вывод о необходимости срочной переориентации фискальной политики Украины на поддержку реального потребительского и инвестиционного спроса. Подчеркнуто, что положительный фискальный импульс будет способствовать сокращению разрыва между потенциальным и фактическим ВВП и созданию условий для обеспечения устойчивого реального экономического роста в будущем.

Ключевые слова: сектор общегосударственного управления, финансовое программирование, государственные финансы, дефицит.

Ivan Bohdan, Tetiana Yara, Dmytro Konovalenko

GENERAL GOVERNMENT SECTOR OF UKRAINE IN 2015

The article deals with the practical aspects of application of the modern tools for assessment of fiscal stance of the general government (GG) in accordance with the standards of government financial statistics of the IMF. Authors focus on establishment of the information profile of the Ukraine's public finance in the patterns of main types of transactions carried out by general government: current transactions, transactions with non-financial assets, with financial assets and liabilities (deficit financing), balance of assets and liabilities, the fiscal policy impact on the economic growth. Based on information from the IMF's database, reports of the State Treasury of Ukraine, statements of the Pension Fund of Ukraine and the data of National bank of Ukraine, authors calculated and interpreted fiscal indicators of the general government over 2002-2015 period. Authors revealed the key drivers of the prolonged excessive fiscal deficits, which put a pressure upon the volume of government debt. The implications of excessive rise of GG's liabilities are proved to be an increase of the unproductive debt service spending, a limited scope for fiscal manoeuvre after a launch of fiscal consolidation programs, a contraction of the real domestic demand, the removal of the GG from the regulation of macro-economic imbalances by fiscal policy tools, the deterioration of the fiscal sustainability. Authors draw a conclusion on the urgent need for reshaping of Ukraine's fiscal policy that must be targeted towards the support of real consumer and investment demand. A positive fiscal impulse will give an opportunity to reduce the gap between potential GDP and actual GDP, as well as will promote sustainable economic growth in the future.

Keywords: general government sector, financial programming, public finance, deficit.

JEL classification: E62, E69.

Сектор загальнодержавного управління (СЗДУ) є основною складовою держсектору економіки та представлений переважно органами державного управління, які проводять податково-бюджетну і структурну політику. Облік, моніторинг та аналіз операцій СЗДУ дають можливість оцінити вплив держави на формування сукупного попиту й динаміку реального економічного зростання та визначають програмні заходи економічної політики. Рішення уряду у сфері оподаткування, державних видатків, запозичень впливають на поведінку виробників і споживачів, а також на розподіл доходів та багатства в країні. Істотний дисбаланс у макроекономічній сфері досить часто порушує рівновагу між операціями СЗДУ, є негативним фіскальним імпульсом для економіки.

З огляду на зазначене, діагностика стану СЗДУ поряд із оцінюванням монетарного й зовнішнього секторів економіки має ключове значення для розроблення пакетів заходів державної політики, спрямованої на досягнення

макроекономічної стабільності. Виключне становище СЗДУ пов'язане з його глибокою інтегрованістю в усі аспекти економічних відносин країни — починаючи із соціального захисту населення і закінчуючи впливом держави на стан фінансових ринків.

Діагностика індикаторів СЗДУ передбачає розрахунок і оцінювання показників цього сектору відповідно до вимог GFSM — стандартів податково-бюджетної статистики МВФ, котрі наразі базуються на Керівництві зі статистики державних фінансів зразка 2014 р. [1]. Інструментарій для аналізу наслідків впливу заходів фіскальної політики на стан економіки детально викладено в рекомендаціях Інституту професійного та організаційного розвитку МВФ щодо проведення комплексу аналітичних і прогнозних робіт із фінансового програмування [2].

Стан державних фінансів у вітчизняній практиці, як правило, діагностується в рамках зведеного бюджету, що пояснюється відсутністю повної, консолідованої статистики податково-бюджетних показників по СЗДУ із включенням позабюджетних фондів соціального страхування. Статистична база для здійснення досліджень із питань державних фінансів потребує вдосконалення відповідно до світових стандартів. Тому метою статті є оприлюднення результатів розрахунку та оцінки показників СЗДУ України за період 2002—2015 рр. згідно з вимогами стандартів податково-бюджетної статистики МВФ, проведення їх аналізу, визначення негативних тенденцій у сфері державних фінансів та окреслення напрямів коригування фіскальної політики.

Ключові тенденції сектору загальнодержавного управління у 2012—2015 рр.

У 2015 р. економічна ситуація в Україні характеризувалася падінням реального ВВП (на 9,9 % до попереднього року) в умовах високої інфляції (48,7 % до попереднього року) та девальвації курсу національної валюти (на 83,2 % до грудня 2014 р.). За попередніми оцінками, доходи СЗДУ в 2015 р. становили 42,5 % ВВП, тобто на 2,3 в. п. більше, ніж у 2014 р., що майже відповідає рівню 2012 р., коли спостерігалось максимальне співвідношення за всю історію. Водночас поточні видатки (без урахування капітальних трансфертів) у 2015 р. помітно скоротилися, до 41,7 % ВВП, що значно нижче за рівень 2012—2014 рр. (табл. 1).

Різноманітна динаміка доходів і видатків у 2015 р. пояснюється девальваційно-інфляційним ефектом, коли доходи бюджету, що мають прив'язку до результуючих показників економічної діяльності, зростають еластично або навіть швидше, ніж створення нової доданої вартості, а значна частина видатків не коригується відповідно до темпів інфляції (так званий інфляційний податок). Як наслідок, баланс поточних операцій у 2015 р., уперше з 2011 р., виявився профіцитним — 0,8 % ВВП.

Найбільшу складову доходів СЗДУ становлять податкові надходження й соціальні внески. Однак тенденції цих показників у 2015 р. були

Таблиця 1. Динаміка доходів і видатків сектору загальнодержавного управління, % ВВП

Показник	2012	2013	2014	2015*
Доходи	42,9	41,6	40,2	42,5
з них податкові надходження	24,0	22,6	23,0	25,5
соціальні внески	12,5	12,7	11,6	9,6
Поточні видатки	44,0	44,2	43,7	41,7
з них оплата праці працівників	11,0	11,0	10,2	9,4
обслуговування боргу	1,8	2,4	3,3	4,5
соціальні видатки	20,8	22,0	20,4	18,3
у т. ч. трансферти Пенсійному фонду	4,6	5,6	4,9	4,8
Баланс поточних операцій (без капітальних трансфертів)	-1,1	-2,6	-3,5	0,8
Капітальні трансферти	1,3	0,8	0,4	0,6
Операційний баланс	-2,4	-3,4	-3,9	0,2
Капітальні видатки (чисті, включаючи капітальні трансферти)	2,6	1,8	1,1	2,3
Загальні видатки	46,6	46,0	44,8	44,0
Баланс фондів соціального страхування	-0,2	0,0	-0,3	-0,1
у т. ч. без трансфертів зведеного бюджету на покриття дефіциту Пенсійного фонду	-1,3	-1,5	-1,2	-1,7
Підсумковий баланс	-3,8	-4,6	-4,5	-1,7
Загальне фінансування	-3,8	-4,6	-4,5	-1,7
у т. ч. чисте внутрішнє фінансування (без кредитування)	-2,6	-3,3	-2,1	3,9
чисте зовнішнє фінансування	-0,7	-1,2	-2,3	-5,5
приватизація державного майна	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Державний і гарантований державою борг	35,4	38,4	69,4	79,4
у т. ч. державний прямий борг	27,4	31,5	59,7	67,4
Первинний операційний баланс	0,7	-0,2	-0,2	5,2
Первинний підсумковий баланс	-1,9	-2,2	-1,2	2,8
Циклічно скоригований первинний підсумковий баланс**	-0,1	-0,8	2,7	6,2
Циклічно-скоригований первинний підсумковий баланс***	-2,6	-2,2	0,0	5,8
Фіскальний імпульс ("+" — експансивна політика)**	1,9	0,7	-3,5	-3,5

* Дані за 2015 р. — попередні.

** За оцінкою фахівців Академії фінансового управління (АФУ).

*** За оцінкою МВФ.

Джерело: розраховано за даними МВФ, Держказначейства та фондів соціального страхування.

різноспрямованими. Податкові надходження відносно ВВП істотно зросли (до 25,5 %), перевищивши історичний максимум, а соціальні внески помітно скоротилися (до 9,6 %), що є абсолютним мінімумом за весь час спостережень. Зазначене пояснюється специфікою економічної бази обох показників: індексація заробітної плати не встигала за галопуючою інфляцією та девальвацією,

що спричинило зниження залежного від заробітної плати відносного рівня соціальних внесків у ВВП.

Серед складових поточних видатків варто також виокремити такі різноспрямовані тенденції: 1) підвищення відносного рівня витрат на обслуговування державного боргу, які у 2015 р. сягнули свого історичного максимуму — 4,5 % ВВП; 2) зниження другий рік поспіль відносного рівня соціальних видатків. Наразі соціальні виплати перебувають на рівні 2005—2007 рр., а найбільший їх показник зафіксований у 2013 р. — 22 % ВВП.

Завдяки профіциту поточних операцій вдалося дещо поліпшити фінансування державних інвестицій — у 2015 р. капітальні видатки (з урахуванням капітальних трансфертів) збільшилися до 2,3 % ВВП, що перевищує рівень двох попередніх років.

Зауважимо, що приватизаційні процеси останніми роками не справляли помітного впливу на стан державних фінансів.

Підсумковий баланс як індикатор сукупного внеску держави у формування споживчого й інвестиційного попиту економіки у 2015 р. становив -1,7 % ВВП, однак якщо поррахувати баланс на первинному рівні (без видатків на обслуговування боргу), включивши циклічне коригування [3], то отримуємо гігантський профіцит по поточних операціях на рівні 6,2 % ВВП (оцінка МВФ — 5,8 % ВВП [4]). Це свідчить про те, що фіскальна політика протягом останніх двох років була виражено рестрикційною: фіскальний імпульс (як індикатор реального державного попиту) в цей період був від'ємним: -3,5 % ВВП щороку (див. табл. 1).

В умовах економічного спаду, а також ведення воєнних дій такий структурний (циклічно-скоригований) профіцит СЗДУ виглядає аномально, оскільки спричиняє скорочення реального внутрішнього попиту, особливо в частині верств населення, залежних від державних виплат.

На жаль, величезний структурний профіцит бюджету не допоміг пом'якшити проблему борговнавантаження, адже поряд зі стисненням реальних видатків залучаються значні обсяги зовнішніх позик для підтримки платіжного балансу та здійснюється випуск ОВДП на поповнення статутних капіталів державних підприємств і Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Як наслідок, рівень валового боргу загального уряду за підсумками 2015 р. сягнув позначки 80 % ВВП, у т. ч. прямиий борг — 67,4 %, що також є історичним максимумом.

Аналіз поточних операцій сектору загальнодержавного управління

Для умов України показники доходів СЗДУ було розраховано на основі електронної бази даних МВФ "Government Finance Statistics" (GFS) [5], мемурандумів МВФ із Урядом України щодо умов кредитної підтримки [6; 7], інформації, розміщеної на веб-сайті Державної служби статистики України щодо показників СЗДУ відповідно до Спеціального стандарту поширення даних МВФ [8], звітів Державної казначейської служби України [9], Пенсійного фонду України [10], інших позабюджетних фондів. Розрахунок цих показників

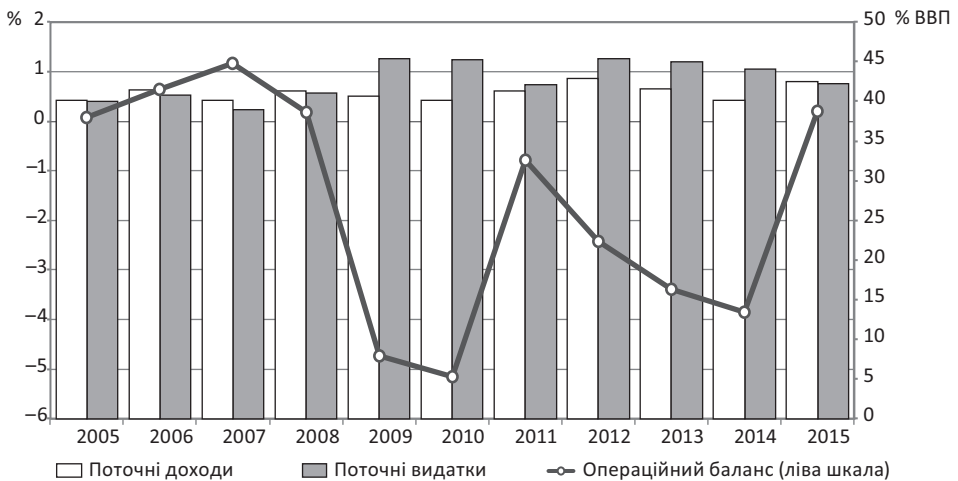
проводився відповідно до вимог стандарту GFSM 2014 [1]. Динаміка доходів, видатків і чистого операційного балансу СЗДУ України протягом 2005—2015 рр. відображена на рис. 1.

За останніх 10 років, якщо не брати до уваги тенденції 2015 р., доходи СЗДУ відносно ВВП майже без змін коливалися на рівні близько 41 %, тоді як видатки істотно зросли (поточні в середньому становили 43 % ВВП, а загальні — 44 % ВВП). При цьому протягом 2011—2014 рр. видатки відносно ВВП збільшувались, а доходи скорочувались. Лише нещодавня криза змусила провести консолідацію державних фінансів.

Найбільшою складовою доходів є податкові надходження: їхня частка в загальній сумі доходів протягом 2006—2014 рр. була майже незмінною та в середньому становила 56,3 %, однак у 2015 р. стрімко підвищилася, до 60,1 %, внаслідок девальваційно-інфляційного ефекту (рис. 2). Другою за величиною складовою є соціальні внески, середня частка котрих у доходах за 2006—2014 рр. дорівнювала 29,7 %, проте у 2015 р. різко знизилася, до 22,7 %, через інертність (в умовах високої інфляції) заробітної плати як економічної бази для розрахунку соціальних внесків.

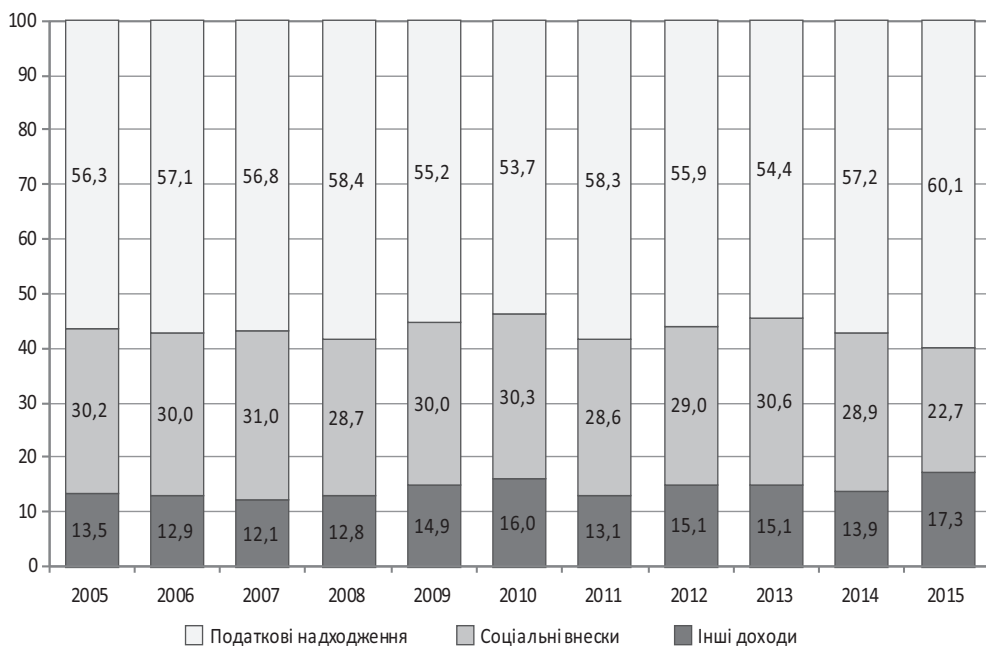
Відносно ВВП частка податкових надходжень упродовж 2006—2015 рр. коливалась у межах 22—24 %, досягши пікового значення (25,5 %) у 2015 р. У свою чергу, частка соціальних внесків у цей період була найнижчою за всю історію спостережень — 9,6 % ВВП.

Основними складовими видатків СЗДУ у 2006—2015 рр. були: оплата праці — 23—26 %; використання (споживання) товарів і послуг — 15—17 % та соціальні виплати — 43—49 % (рис. 3). Нарощування соціальних виплат



Джерело: розраховано за даними МВФ, Держказначейства та фондів соціального страхування.

Рис. 1. Динаміка доходів, видатків та операційного балансу сектору загальнодержавного управління, % ВВП



Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України та фондів соціального страхування.

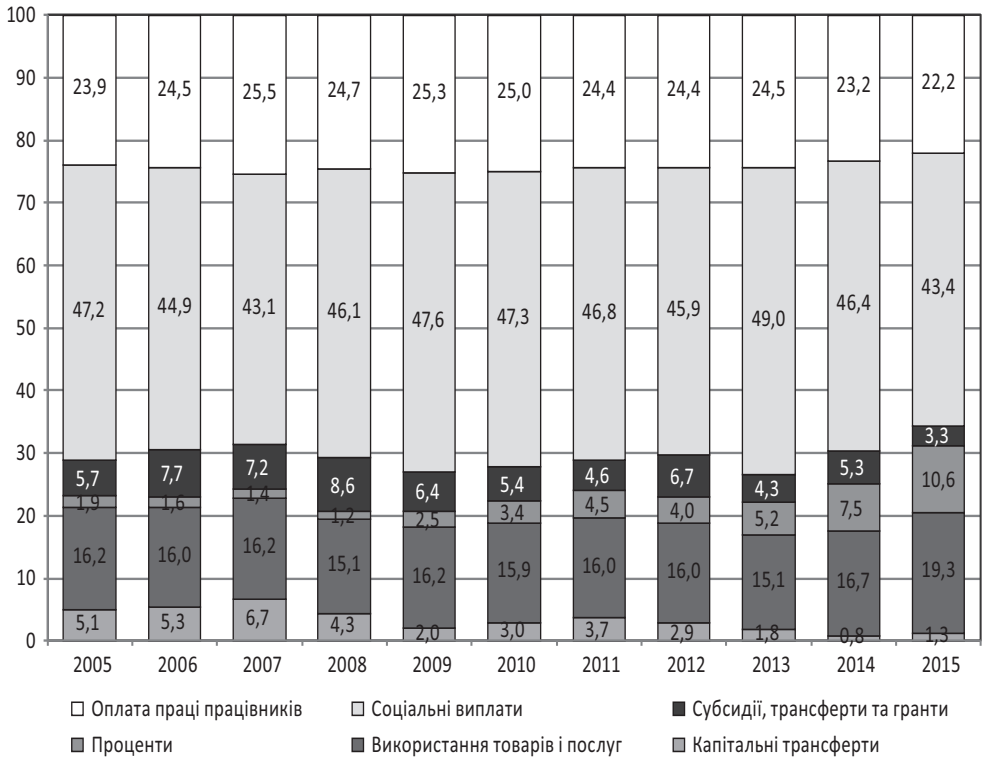
Рис. 2. Структура доходів сектору загальнодержавного управління, %

унаслідок недостатньо обґрунтованих рішень державної влади стало однією з головних проблем збалансованості державних фінансів, особливо в період 2007—2014 рр. Так, у 2013 р. частка соціальних трансфертів у структурі загальних поточних видатків сягнула 49 %. Надмірність і непомірність такого рівня соціальних виплат для бюджету (поряд із іншими факторами) спричинили її стрімке зменшення в наступні роки.

Однак найпомітніше протягом останніх 10 років збільшувалися виплати на обслуговування боргу: з 0,8 % ВВП у 2005 р. до 4,5 % у 2015 р. із одночасним скороченням субсидій і трансфертів підприємствам (з 2,3 до 1,4 % ВВП) та капітальних видатків (з 4 до 2,4 % ВВП). Сплата процентів зростала в геометричній прогресії — за 10 років у 26 разів, з 3,5 млрд грн у 2005 р. до 88,5 млрд грн у 2015 р.

Аналіз поточних доходів і видатків СЗДУ дає підстави для таких висновків:

- У 2005—2008 рр. рівень поточних видатків СЗДУ був збалансований із рівнем поточних доходів.
- Починаючи з періоду 2009—2014 рр. спостерігається істотне перевищення поточних видатків над відповідними доходами з одночасним погіршенням структури видатків: частка процентів на обслуговування боргу зростала, капітальних трансфертів — зменшувалася. Логічним наслідком зазначеного



Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України та фондів соціального страхування.

Рис. 3. Структура поточних видатків сектору загальнодержавного управління, %

стало згортання інвестиційної діяльності та виникнення перманентних фіскальних підсумкових дисбалансів. Це обмежувало можливості уряду ефективно застосовувати податково-бюджетну політику для подолання макроекономічних дисбалансів та ускладнювало консолідацію державних фінансів.

- У 2015 р. ситуація змінилася: завдяки девальваційно-інфляційному ефекту в бюджеті СЗДУ сформувався профіцит за поточними операціями в розмірі 0,2 % ВВП (уперше з 2008 р.).

Аналіз інвестиційних операцій сектору загальнодержавного управління

Унаслідок майже постійного дефіциту операційного балансу СЗДУ поступово знижував фінансування інвестиційних видатків. Протягом 2005—2015 рр. частка капітальних витрат держави (капітальні трансфери плюс придбання основного капіталу мінус продаж основного капіталу) мала тенденцію до зменшення та в середньому становила 2,7 % ВВП (з 3,4 % у 2005 р. до 2,3 % у 2015 р.). Тимчасовий сплеск інвестиційної активності у 2015 р. (насправді

лише в IV кв. того року) навряд чи може говорити про відновлення інвестиційної ролі держави (табл. 2).

Різницю між операційним балансом і чистим придбанням нефінансових активів¹ становить показник чистого кредитування/запозичення (ЧКЗ). Якщо він є додатним, то його значення характеризує обсяг державних коштів, котрі можна спрямувати на придбання фінансових активів чи на погашення фінансових зобов'язань після проведення операцій із нефінансовим капіталом (тобто після здійснення інвестиційних видатків). Якщо ЧКЗ є від'ємним, то його значення характеризує обсяг додаткових державних коштів, котрі необхідно отримати від продажу фінансових активів або залучити у вигляді додаткових фінансових зобов'язань для досягнення балансу державних фінансів. У цьому випадку, коли обсяг інвестиційних видатків корелює з розміром ЧКЗ, можна говорити, що фінансування дефіциту СЗДУ спрямовується на інвестиційні цілі. Утім, в Україні такого не спостерігається.

Аналіз балансів сектору загальнодержавного управління

Відповідно до GFSM 2014 [1], виокремлюються такі види узагальнюючих показників СЗДУ, що характеризують фіскальну збалансованість на різних етапах бюджетного процесу [3]:

- чистий операційний баланс — відображає баланс поточних операцій;
- чисте придбання нефінансових активів — показує баланс капітальних видатків (без трансфертів) та доходів від продажу нефінансового капіталу;
- чисте кредитування/запозичення — характеризує потреби у фінансуванні дефіциту або надлишок;
- підсумковий баланс — відображає підсумкове сальдо з урахуванням приватизації й політично обумовлених позик;
- підсумковий первинний баланс — показує підсумкове сальдо без урахування виплат на обслуговування боргу;
- циклічно-скоригований підсумковий первинний баланс — характеризує підсумкове сальдо без урахування виплат на обслуговування боргу та з корекцією на фазу економічного циклу.

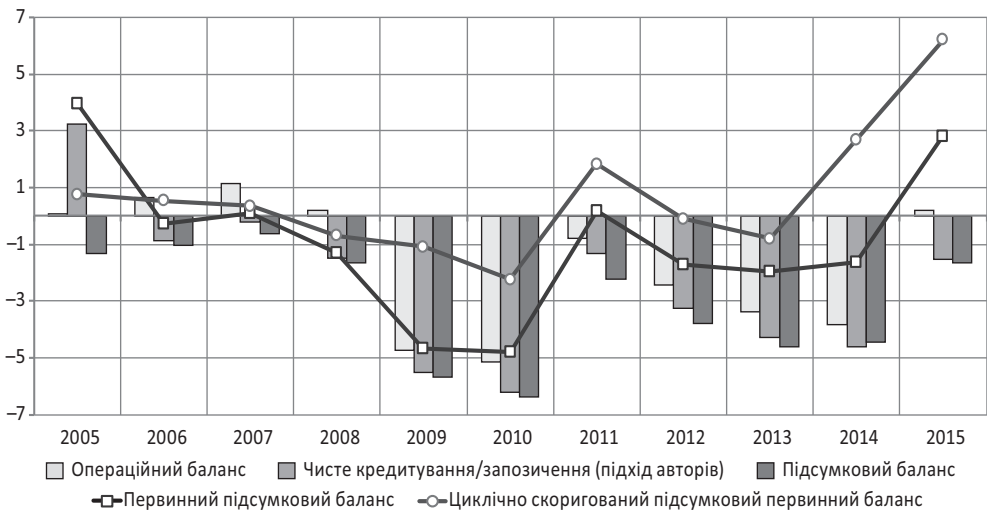
На рис. 4 зображено динаміку балансів державного сектору. Результуючим показником поточних доходів і видатків СЗДУ є показник чистого операційного балансу. Протягом 2006—2014 рр. його динаміка відзначалася істотною волатильністю та в середньому становила близько -2% ВВП: перша хвиля

¹ На окрему увагу заслуговує облік операцій із приватизації. Згідно з вимогами стандарту GFSM 2014 операції з приватизації нефінансових активів мають розглядатись у складі операцій із продажу або основного капіталу, або акцій (у рахунках фінансування) — залежно від специфіки об'єкта приватизації. На жаль, в умовах України зробити чіткий розподіл таких операцій за визначеними стандартом GFSM 2014 критеріями неможливо. Тому в цій статті всі операції з приватизації розглядаються як окремий вид операцій із нефінансовими активами, навіть якщо фактично приватизація здійснювалася у вигляді продажу акцій.

Таблиця 2. Операції з основним капіталом сектору загальнодержавного управління, % до ВВП

Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Чисті капітальні видатки	2,6	3,5	5,2	3,4	3,8	4,3	3,5	1,8	2,5	3,0	2,6	1,8	1,1	2,3
капітальні трансферти	0,6	1,2	2,9	2,0	2,2	2,6	1,8	0,9	1,3	1,6	1,3	0,8	0,4	0,6
Чисте придбання нефінансових активів	2,0	2,3	2,3	1,4	1,6	1,7	1,7	0,9	1,2	1,4	1,3	1,0	0,8	1,7
купівля нефінансових активів	2,5	3,0	3,0	2,0	2,2	2,6	2,4	1,2	1,5	1,6	1,5	1,1	0,9	1,8
продаж нефінансових активів	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Приватизація	0,3	0,8	2,7	4,5	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,9	0,5	0,1	0,0	0,0
Чисте кредитування/запозичення (підхід авторів)	0,8	0,8	-0,6	3,3	-0,9	-0,2	-1,5	-5,5	-6,2	-1,3	-3,3	-4,3	-4,6	-1,5

Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України.



Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України та фондів соціального страхування.

Рис. 4. Динаміка балансів сектору загальнодержавного управління, % ВВП

скорочення операційного балансу спостерігалася у 2006—2010 рр., наступна — у 2011—2014 рр. Протягом окресленого періоду найнижчим значенням операційного балансу було $-5,2\%$ (у 2010 р.), а найвищим — $+1,2\%$ (у 2007 р.).

Баланс операцій із нефінансовими активами за досліджуваний період зменшувався. Динаміка ЧКЗ була подібною до тієї, що притаманна операційному балансу. У період 2006—2014 рр. частка ЧКЗ у ВВП знижувалася двічі: у 2006—2010 рр. (з $-0,9$ до $-6,2\%$) та у 2011—2014 рр. (з $-1,3$ до $-4,6\%$). За підсумками 2015 р. ЧКЗ зменшується до рівня $-1,5\%$ ВВП.

Наступним балансовим індикатором є показник підсумкового балансу, котрий визначається як ЧКЗ за вирахуванням надходжень від приватизації (включаючи приватизацію нефінансових активів і продаж акцій державних підприємств) та надання політично обумовлених позик:

— приватизація дає додаткові фінансові ресурси, однак водночас призводить до зменшення фінансових і нефінансових активів. Рішення про приватизацію зазвичай політично обумовлене, а в окремих випадках — вимушене. Оскільки її кінцевою метою є підвищення ефективності управління активами (котрі належали державі), вважається, що цей процес стимулює попит;

— надання політично обумовлених кредитів є, по суті, приростом активів. Однак у зв'язку з неринковим характером їх надання розглядається як додаткові видатки, котрі стимулюють попит.

Починаючи з 2004 р. підсумковий баланс СЗДУ України був від'ємним. Максимальних від'ємних значень він досягав у 2009 і 2010 рр. ($-5,7$ та $-6,4\%$ ВВП відповідно). Не став винятком і 2015 р., хоча тоді підсумковий баланс

істотно поліпшився порівняно з попередніми роками та становив $-1,7\%$ ВВП. Це вдвічі менше, ніж у середньому за 2005—2014 рр., коли він дорівнював $-3,2\%$ ВВП. Фактично весь підсумковий дефіцит СЗДУ у 2015 р. можна інтерпретувати як покриття дефіциту Пенсійного фонду — відповідні трансферти становили $1,7\%$ ВВП.

Остаточним показником аналізу державних фінансів є підсумковий первинний баланс як сума підсумкового балансу й випланих процентів за обслуговування боргу, котрий відображає рівень збалансованості всіх операцій СЗДУ без впливу тягаря боргового навантаження. Аналітична роль цього показника полягає в оцінюванні остаточного впливу держави на формування чистого кінцевого внутрішнього попиту, який, у свою чергу, через ефект державного мультиплікатора позначається на економічному зростанні.

Первинний підсумковий баланс СЗДУ України мав максимальне від'ємне значення у 2010 р. ($-4,8\%$ ВВП), після цього його динаміка поступово поліпшувалася, сягнувши $+2,8\%$ ВВП у 2015 р. Проте водночас збільшувалася частка обслуговування державного боргу, що у 2015 р. коштувала для економіки країни вже $4,5\%$ ВВП. Тобто процеси фінансової консолідації фактично нівелювалися зростанням боргового навантаження.

Унаслідок згаданих негативних структурних зрушень підсумковий ефект державного попиту останніми роками створює відчутний рестрикційний імпульс та гальмує можливість відновлення економічного зростання: у циклічно скоригованому первинному вигляді баланс СЗДУ перебуває на рівні $3\text{—}6\%$ ВВП.

Загалом за досліджуваний період спостерігалось погіршення фіскальної збалансованості державних фінансів, про що свідчать практично всі підсумкові зведені баланси. Підсумковий дефіцит державних фінансів є перманентним та досить часто перебуває за межами стандартних значень, що відображають граничний рівень забезпечення фіскальної стійкості в країнах ЄС, зокрема відповідно до Маастрихтських критеріїв зближення (конвергенції) [11]. Це призводило до зменшення показника чистої вартості державного сектору, збільшення запозичень, скорочення продуктивних активів і нарощування неефективних видатків, пов'язаних із обслуговуванням боргів та, як наслідок, обмежувало можливості для фіскального маневру в рамках інструментів досягнення цілей податково-бюджетної політики.

Фінансування дефіциту сектору загальнодержавного управління

Аналіз фінансування підсумкового балансу СЗДУ доцільно проводити в розрізі джерел його формування (внутрішні, зовнішні, приватизація), а також типів операцій (операції з активами та операції із зобов'язаннями). Це дає змогу консолідовано представити структуру фінансування та ідентифікувати проблеми в місцях їх виникнення (табл. 3, рис. 5 і 6).

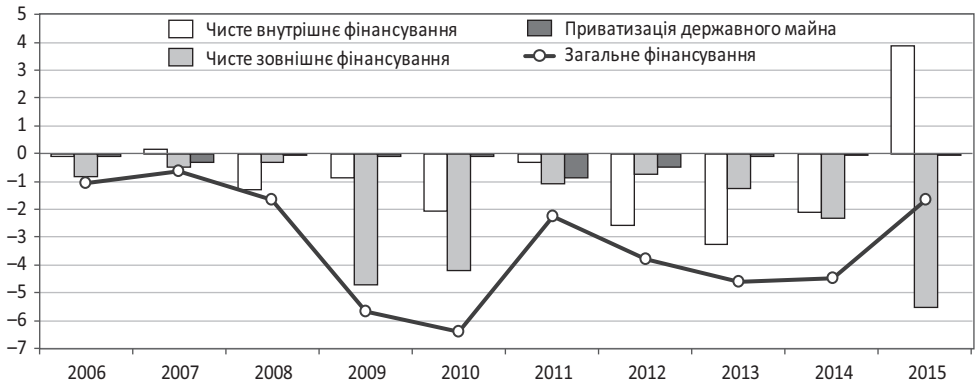
За джерелами фінансування. Структура джерел фінансування дефіциту підсумкового балансу СЗДУ постійно змінювалася:

Таблиця 3. Загальне фінансування підсумкового балансу сектору загальнодержавного управління, % ВВП

Показник	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (попередні дані)
<i>За джерелами фінансування й типом операції</i>														
Усього	0,5	0	-3,3	-1,3	-1,0	-0,6	-1,7	-5,7	-6,4	-2,2	-3,8	-4,6	-4,5	-1,7
Чисте внутрішнє фінансування	0,1	1,3	-0,3	3,6	-0,1	0,2	-1,3	-0,9	-2,1	-0,3	-2,6	-3,3	-2,1	3,9
Чистий приріст фінансових активів	0,3	1,3	-0,2	3,3	-0,6	1,0	1,7	6,0	3,4	3,1	0,7	1,1	10,5	6,2
Приріст залишків коштів на ЄКР, рахунках бюджетів, депозитах	0,4	1,1	-0,5	3,3	-0,5	0,5	-0,2	0,7	2,5	0,3	-0,3	0,2	0,4	0,6
Чисте придбання цінних паперів банків, підприємств, ФГВ та ін.	-0,1	0,2	0,3	0	-0,1	0,5	1,9	5,2	0,8	2,8	1,0	0,9	10,1	5,6
Чисте прийняття зобов'язань (із урахуванням перерозподілу ОВДП за кінцевим власником)	-0,2	0	-0,1	0,3	0,5	-0,8	-3,0	-6,8	-5,4	-3,4	-3,2	-4,4	-12,6	-2,3
Фінансування за рахунок НБУ	0	0	0,2	0,1	0	-0,3	-2,4	-4,8	-4,5	-1,6	-2,3	-3,5	-10,8	-3,6
Фінансування за рахунок приватного сектору	-0,2	0	-0,3	0,3	0,4	-0,5	-0,6	-2,1	-1,0	-1,8	-0,9	-0,9	-1,8	1,3
Фінансування за рахунок приватизації державного майна	-0,3	-0,8	-2,7	-4,5	-0,1	-0,3	0	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,1	0	0
Чисте зовнішнє фінансування	0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,5	-0,3	-4,7	-4,2	-1,1	-0,7	-1,2	-2,3	-5,5
<i>За типом операції</i>														
Усього	0,5	0	-3,3	-1,3	-1,0	-0,6	-1,7	-5,7	-6,4	-2,2	-3,8	-4,6	-4,5	-1,7
Чистий приріст фінансових активів	0,5	1,1	0	3,4	-0,6	1,1	1,7	6,0	3,4	3,1	0,7	1,1	10,5	6,2
Чисте прийняття зобов'язань	0,2	-0,3	-0,7	-0,2	-0,4	-1,4	-3,3	-11,6	-9,7	-4,5	-4,0	-5,6	-14,9	-7,9
Приватизація державного майна	-0,3	-0,8	-2,7	-4,5	-0,1	-0,3	0	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,1	-0,03	-0,01

Примітка. Знак “-” вказує на приріст фінансування (за рахунок запозичень чи продажу активів); знак “+” — вкладення державних коштів у активи або зниження заборгованості.

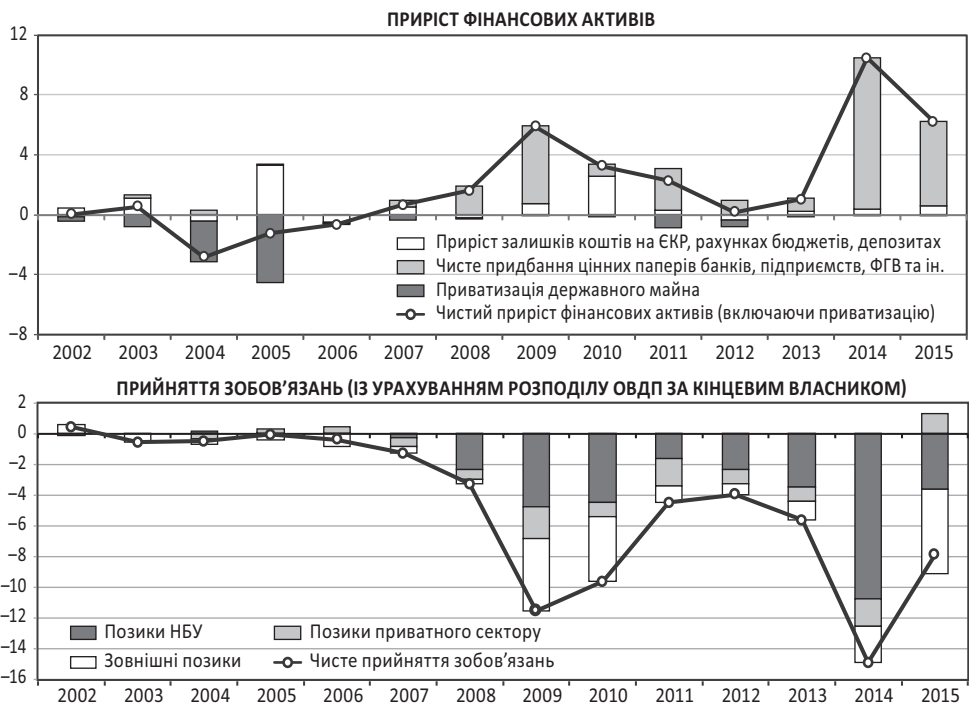
Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України, Національного банку України та фондів соціального страхування.



Примітка. Знак “-” вказує на приріст фінансування (за рахунок запозичень чи продажу активів); знак “+” — вкладення державних коштів у активи або зниження заборгованості.

Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України та фондів соціального страхування.

Рис. 5. Фінансування підсумкового балансу сектору загальнодержавного управління за джерелами



Примітка. Знак “-” вказує на приріст фінансування (за рахунок запозичень чи продажу активів); знак “+” — вкладення державних коштів у активи або зниження заборгованості.

Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України, Національного банку України та фондів соціального страхування.

Рис. 6. Складові фінансування підсумкового балансу сектору загальнодержавного управління, % ВВП

— протягом 2003—2006 рр. перевага віддавалася зовнішньому фінансуванню (максимум — 0,8 % ВВП, або 4,8 млрд грн у 2006 р.);

— у 2007—2015 рр. активним (а з 2008 р. найбільшим) непрямим кредитором почав виступати Національний банк України через механізм ОВДП (максимум у 2014 р. — 10,8 % ВВП, або 171 млрд грн);

— кошти, залучені від НБУ в ряді років (особливо в кризові 2009—2011 та 2014—2015 рр.) миттєво “конвертувались” у фінансові активи у вигляді купівлі державою цінних паперів проблемних державних підприємств, банків, фінансових установ. У результаті, фінансування дефіциту фактично здійснювалося за рахунок зовнішніх запозичень, при цьому найбільшими виступали внутрішні кредитори (переважно НБУ);

— починаючи з 2012 р. спостерігається стрімке збільшення частки зовнішнього фінансування: з 0,7 % ВВП у 2014 р. до 5,5 % ВВП у 2015 р. (останніми роками переважно за рахунок міжнародних фінансових організацій);

— надходження від приватизації державного майна справляли помітний вплив на структуру джерел фінансування лише у 2003—2005 та 2011 рр.

У 2014—2015 рр. разом зі стисненням реальних видатків фіскальна політика України набула нової негативної ознаки — “заморожування” державних фінансових ресурсів у низьколіквідних (чи навіть неліквідних) фінансових активах. Ідеться про поширення практики квазіфіскальної діяльності підприємств та виконання державою функції кредитора останньої інстанції за умовними зобов'язаннями.

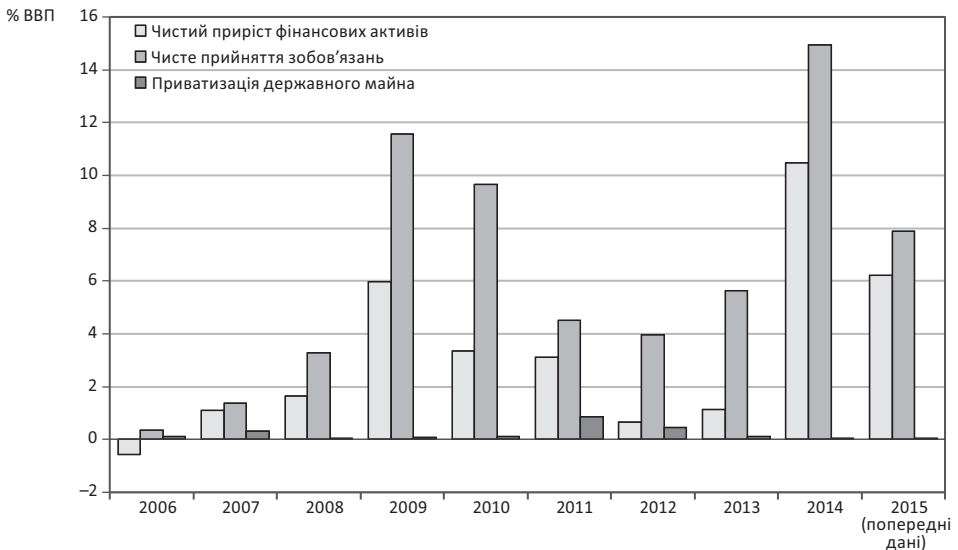
В обох випадках уряд спрямовував фінансові ресурси або на рекапіталізацію проблемних комерційних банків, або на поповнення статутних фондів державних підприємств чи банків або капіталу Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВ). Як правило, це здійснювалося шляхом придбання відповідних фінансових активів за рахунок додаткової емісії ОВДП (котрі переважно викупує НБУ). У 2014 і 2015 рр. на придбання цінних паперів державою було витрачено величезні суми на рівні 7,8 і 3,8 % ВВП відповідно (а за непрямою оцінкою з використанням статистики НБУ — ще більше: 10,1 та 5,6 % ВВП).

Тому протягом 2008—2015 рр. у структурі джерел фінансування переважали непрямі позики Національного банку України — через ОВДП (див. рис. 6). Найвищим показник фінансування за рахунок НБУ був у 2014 р. — 170,9 млрд грн (10,8 % ВВП). У 2015 р., уперше за три останніх роки, ОВДП майже не викупувалися комерційними банками та нефінансовим сектором (відбулося чисте погашення облігацій на суму 25,2 млрд грн).

У 2015 р. на придбання фінансових активів виділялися такі великі кошти, що чисте внутрішнє фінансування було відсутнім і навіть спостерігалось зворотнє фінансування придбання цих активів у обсязі 3,9 % ВВП (див. рис. 5).

Фактично поточний профіцит, зовнішні запозичення, внутрішні запозичення (включаючи чистий приріст ОВДП у власності НБУ в розмірі майже 15 % ВВП кумулятивно за два роки) держава витратила на придбання низьколіквідних (неліквідних) фінансових активів.

За типом операції. Аналіз показників фінансування підсумкового балансу за типами операцій (придбання фінансових активів чи прийняття зобов'язань) свідчить, що зазначені показники мають подібні тенденції (рис. 6 і 7). Це особливо помітно в кризові періоди та є наслідком високого рівня квазіфіскальної діяльності і умовних зобов'язань. Держава надає підтримку суб'єктам підприємницької діяльності (таким як комерційні банки, державні банки чи енергетичні компанії) шляхом купівлі їхніх акцій або інших цінних паперів (придбання фінансових активів). При цьому ціна таких акцій зазвичай завищена й неринкова. Проте через брак власних коштів СЗДУ змушений здійснювати додаткові запозичення (приймати фінансові зобов'язання).



Джерело: розраховано за даними МВФ, Державної казначейської служби України та фондів соціального страхування.

Рис. 7. Фінансування підсумкового балансу сектору загальнодержавного управління за типом операції

Особливо стрімкий приріст фінансових активів і зобов'язань відбувся у 2014 р. — 10,5 та 14,9 % ВВП відповідно. Це пов'язано з державною фінансовою підтримкою ліквідності банківської системи, НАК “Нафтогаз України”, інших залежних від держави підприємств і установ.

Кошти, котрі могли бути спрямовані або через грошово-кредитні, або через фіскальні механізми для підтримки внутрішнього попиту, фактично вилучили з ефективного економічного обороту та використали переважно на неінвестиційні цілі, що дало змогу збалансувати поточні операції залежних від держави підприємств і установ, однак не додало стійкості ні державним фінансам, ні економіці загалом.

Аналіз показників балансу активів і зобов'язань сектору загальнодержавного управління

Аналіз балансу активів та пасивів (зобов'язань) СЗДУ складається з аналізу складових фінансових і нефінансових активів, зобов'язань, власного капіталу (або чистої вартості активів) та чистої вартості фінансових активів. Для проведення такого аналізу потрібно передусім зібрати статистику щодо оцінки активів, особливо основного капіталу, а також його зносу.

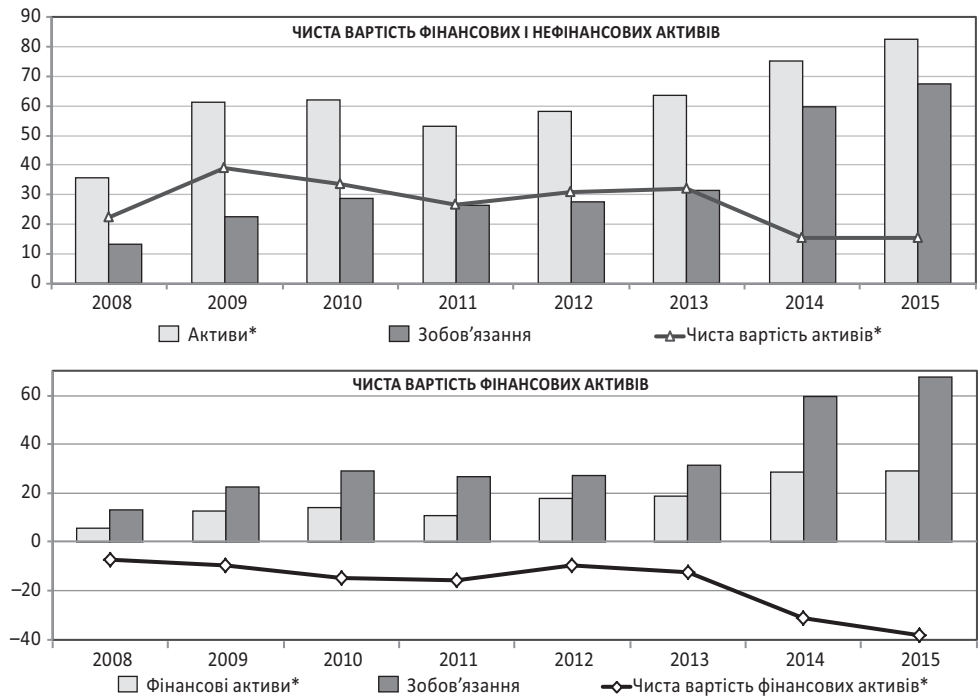
Комплексна інформація для здійснення аналізу активів і зобов'язань у обмеженому вигляді доступна тільки в публікації “Government Finance Statistics” на веб-сайті МВФ [5] та лише за період 2008—2013 рр. Тому для потреб аналізу було зроблено компіляцію зазначених даних із інформацією Державної служби статистики України щодо зобов'язань (боргу) СЗДУ за 2005—2015 рр., отриманою з електронної публікації “Economic and Financial Data for UKRAINE” [12], що розробляється відповідно до Спеціального стандарту поширення інформації МВФ (SDDS) [13]. Дані за 2014—2015 рр. було оцінено авторами на основі інформації щодо поточних операцій СЗДУ з фінансовими активами, щодо чистого придбання основного капіталу з урахуванням інфляційних процесів, а також тенденцій зносу основного капіталу, які склалися в СЗДУ в попередні роки. Отже, наразі вдалося здійснити експертну оцінку нефінансових і фінансових активів СЗДУ за період 2008—2015 рр., а фінансових зобов'язань — за 2005—2015 рр. (рис. 8).

Показник чистої вартості активів СЗДУ постійно знижується, проте якщо у 2009—2013 рр. цей процес був поступовим, то в 2014—2015 рр. — обвальним. За нашою оцінкою, вартість активів СЗДУ на кінець 2015 р. становила 1,6 трлн грн, а зобов'язань — 1,3 трлн грн. Чиста вартість СЗДУ поки що залишається додатною — 0,3 трлн грн, або 15,1 % ВВП, тоді як чиста фінансова вартість уже давно є від'ємною (–0,8 трлн грн, або –38,2 % ВВП) та стрімко зменшується (див. рис. 8). Це відбувається з низки причин, таких як перманентний дефіцит операційного балансу (див. вище), приватизація, девальвація національної валюти, брак ліквідності державних квазіфіскальних монополій.

Для підтримки ліквідності залежних від держави підприємств, банків і установ уряд був змушений залучати запозичення. Виражаючись спортивними термінами, можна охарактеризувати цей процес як “гонку-переслідування” між фінансуванням придбання активів та набуттям зобов'язань. Так, лише за 2014—2015 рр. фінансові активи зросли вдвічі, а фінансові зобов'язання — у 2,8 раза. Певну роль відіграла також стрімка девальвація національної валюти, котра призвела до індексації відповідної частини зобов'язань.

У результаті, на кінець 2015 р. зобов'язання СЗДУ сягнули 67,4 % ВВП, що істотно перевищує 30-відсотковий рівень державного боргу, рекомендований фахівцями МВФ і Світового банку для уникнення ризиків розгортання боргової кризи в країнах зі слабкими інститутами й ринками, які формуються [14].

Відносно доходів СЗДУ зобов'язання збільшилися з 28,2 % у 2006 р. до 158,7 % за 2015 р. При цьому поточні темпи їх приросту у 2015 р. перевищували



* Дані за 2014—2015 рр. є оцінкою авторів.

Джерело: розраховано за даними МВФ і Державної служби статистики України.

Рис. 8. Чиста вартість активів сектору загальнодержавного управління України, % ВВП

відповідний показник як номінального ВВП, так і доходів бюджету. Приріст зобов'язань СЗДУ України (випущених ним цінних паперів, інших зобов'язань у грошовій формі, гарантованих урядом, одержаних ним кредитів) спричиняє примноження процентних платежів з обслуговування державного боргу (рис. 9). Протягом 2006—2015 рр. такі платежі збільшились у 22 рази (з 4 млрд до 88 млрд грн, або з 0,7 до 4,5 % ВВП). Посилення залежності від кредитних ресурсів підвищило ризики виникнення боргової кризи, наслідком чого стало зростання середньої неявної (розрахункової) процентної ставки обслуговування боргу СЗДУ з 4,9 % у 2008 р. до 7,8 % у 2015 р.

Стрімке нарощування зобов'язань у кінцевому підсумку призвело до того, що обслуговувати заборгованість у повному обсязі, згідно з початковими угодами, стало неможливо. Тому в серпні 2015 р. було досягнуто домовленостей щодо реструктуризації частини зовнішнього державного й гарантованого державою боргу за 13 випусками ОЗДП України та гарантованих державою єврооблігацій [15]. Зокрема, реструктуризовано з відстроченням сплати, починаючи з 2019 р., 15 млрд дол. США боргових цінних паперів (23 % загального державного прямого боргу) та списано 3,6 млрд дол. (6 %).



Джерело: розраховано за даними МВФ та Державної служби статистики України.

Рис. 9. Показники обслуговування боргу сектору загальнодержавного управління України, %

Зазначене дало змогу Україні уникнути сплати 8,5 млрд дол. основної суми боргових зобов'язань, запланованої до стягнення до кінця 2018 р. Проте внаслідок запровадження інструментів повернення вартості (VRI) зростає навантаження боргових виплат у 2021—2049 рр.

Таким чином, в Україні інтенсивне нарощування зобов'язань спричинило збільшення непродуктивних державних видатків на обслуговування боргу, звуження можливостей для фіскального маневру в рамках програм бюджетної консолідації, пригнічення реального внутрішнього попиту, фактичне усунення держави від питання подолання макроекономічних дисбалансів засобами фіскальної політики, погіршення фіскальної стійкості державних фінансів.

За результатами діагностики сектору загальнодержавного управління України доходимо таких висновків. Протягом 2006—2014 рр. динаміка операційного балансу цього сектору відзначалася істотною волатильністю та в середньому становила близько $-2,0\%$ ВВП: перша хвиля скорочення операційного балансу спостерігалась у 2006—2010 рр., друга — в 2011—2014 рр. Упродовж окресленого періоду найнижчим значенням операційного балансу було $-5,2\%$ (у 2010 р.), а найвищим — $1,2\%$ (у 2007 р.).

У 2015 р. спостерігалась різноспрямована динаміка доходів і видатків, що пояснюється девальваційно-інфляційним ефектом, коли доходи бюджету, які мають прив'язку до результуючих показників економічної діяльності, зростають еластично або навіть швидше, ніж створення нової доданої вартості, а значна частина видатків не коригується відповідно до темпів інфляції.

У результаті операційний баланс у 2015 р., уперше з 2008 р., виявився профіцитним — 0,2 % ВВП.

Унаслідок майже постійного дефіциту операційного балансу СЗДУ поступово зменшував фінансування інвестиційних видатків: протягом 2005—2015 рр. частка капітальних витрат держави (капітальні трансфери плюс придбання основного капіталу мінус продаж основного капіталу) мала тенденцію до зниження та в середньому дорівнювала 2,7 % ВВП. Фактичний підсумковий баланс СЗДУ за весь період спостережень був додатним лише у 2002 р. (у 2015 р. він становив $-1,7$ % ВВП), що негативно позначалося на збалансованості державних фінансів та призводило до збільшення запозичень. Окрім того, через стрімке нарощування зобов'язань, особливо впродовж чотирьох останніх років, різко знизився відносний рівень чистої вартості активів СЗДУ (фінансових і нефінансових), яка за оцінкою у 2015 р. становила тільки 15,1 % ВВП (у 2009 р. — 39 % ВВП).

Хоча фінансування дефіциту підсумкового балансу СЗДУ залежно від кон'юнктури ринку запозичень здійснювалося в різний спосіб, ключовим елементом його структури завжди залишалося співвідношення непрямого фінансування з боку НБУ (через ОВДП) та фінансування за рахунок коштів іноземних інвесторів. У 2003—2006 рр. перевага віддавалася зовнішньому фінансуванню; у 2008—2015 рр. основним кредитором стає НБУ, кошти якого (особливо в кризові 2009—2011 і 2014—2015 рр.) миттєво конвертувались у фінансові активи для підтримки ліквідності залежних від держави підприємств, банків, фінансових установ. Тобто кошти, котрі могли бути спрямовані через грошово-кредитні чи фіскальні механізми на підтримку внутрішнього попиту, фактично вилучили з ефективного економічного обороту та використали головним чином на неінвестиційні цілі, що дало змогу збалансувати поточні операції залежних від держави підприємств і установ, однак не додавало стійкості ні державним фінансам, ні економіці загалом.

Протягом двох останніх років ситуація з державними фінансами набула нової негативної риси. Так, враховуючи дію економічного циклу та не беручи до уваги виплати на обслуговування боргу, скоригований підсумковий баланс характеризується значним профіцитом — 2,7 % ВВП у 2014 р. та 6,2 % ВВП у 2015 р. *Це призводить до фіскальної дестимуляції економіки та провокує поглиблення економічного спаду, оскільки зниження реального попиту внаслідок самоусунення держави від його підтримки, в умовах ведення воєнних дій, компенсувати з інших джерел практично неможливо.*

Для візуалізації впливу фіскальної політики на рівень реального ВВП пропонуємо порівняти декілька кумулятивних цифр за 2014—2015 рр.:

- скорочення реального ВВП — 15,8 %;
- зменшення реальних видатків СЗДУ — 22,5 %;
- приріст фінансування дефіциту СЗДУ за рахунок ОВДП, викуплених Національним банком України, — 14,8 % ВВП;
- придбання СЗДУ низьколіквідних фінансових активів — 11,6 % ВВП;

— фіскальний імпульс — -7% ВВП.

Таким чином, скорочення реальних державних видатків провокує поглиблення економічного спаду та створює проциклічний ефект: падіння реального ВВП за 2014—2015 рр. становить понад 15% , а фіскальне дестимулювання внутрішнього попиту (фіскальний імпульс) — по $-3,5\%$ ВВП щороку.

Виходом із цієї ситуації є термінова переорієнтація фіскальної політики на підтримку реального споживчого й інвестиційного попиту. Цьому завданню мають бути підпорядковані також заходи з фінансування дефіциту: здійснення запозичень поряд із вирішенням питань підтримання ліквідності залежних від держави суб'єктів повинне орієнтуватися на фінансування інвестиційної діяльності та нагромадження ефективного основного капіталу. Позитивний фіскальний імпульс дасть можливість скоротити розрив між потенційним і фактичним ВВП та сприяти створенню умов для забезпечення стійких темпів реального економічного зростання в майбутньому.

Список використаних джерел

1. Government Finance Statistics Manual 2014 / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
2. Financial Programming and Policies. — IMF : Institute for Capacity Development, 2013. — 324 p.
3. Богдан І. В. Діагностика стану сектору загальнодержавного управління України / І. В. Богдан, Т. Ю. Яра, Д. В. Коноваленко // Фінанси України. — 2016. — № 4. — С. 27—49.
4. Fiscal Policies for Sustainable Growth (April 2015) / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.
5. Government Finance Statistics (GFS) / International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>.
6. Ukraine: Request for extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of stand-by arrangement — staff report; press release; and statement by the executive director for Ukraine/ International Monetary Fund. — 2014, April [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14106.pdf>.
7. Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-By Arrangement – Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. — 2015, March 12 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42778.0>.
8. Economic and Financial Data for UKRAINE / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/imf/pokaze.html#fiskal>.
9. Виконання державного бюджету / Держ. казнач. служба України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.
10. Пенсійний фонд у цифрах / Пенс. фонд України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/publish/category?cat_id=95533.
11. The five convergence criteria [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm.
12. Economic and Financial Data for UKRAINE / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/imf/pokaze.html#fiskal>.
13. Dissemination Standards Bulletin Board (DSBB)/ International Monetary Fund [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://dsbb.imf.org/Pages/SDDS/Home.aspx>.
14. Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal // DESA Working Paper. — 2007. — No. 61, Nov. — ST/ESA/2007/DWP/61.

15. Деякі питання вчинення у 2015 році правочинів з державним боргом за державними зовнішніми запозиченнями та гарантованим державою боргом : розпорядження Кабінету Міністрів України від 27.08.2015 № 859-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/cardnpd?docid=248437064>.

References

1. *Government Finance Statistics Manual 2014*. (2014). International Monetary Fund. Retrieved from <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
2. *Financial Programming and Policies*. (2013). IMF: Institute for Capacity Development.
3. Bohdan, I. V., Yara, T. Yu., Konovalenko, D. V. (2016). *Diahnosty`ka stanu sektoru zahal`noderzhavnogo upravlinnya Ukrainy`* [Diagnostics of the general government Ukraine]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 4, 27–49 [in Ukrainian].
4. *Fiscal Policies for Sustainable Growth (April 2015)*. (2015). International Monetary Fund. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm>.
5. *Government Finance Statistics (GFS)*. (2016). International Monetary Fund. Retrieved from <http://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>.
6. *Ukraine: Request for extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of stand-by arrangement*. (2014). International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14106.pdf>.
7. *Ukraine: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-By Arrangement*. (2015). International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42778.0>.
8. *Economic and Financial Data for UKRAINE*. (n. d.). Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/imf/pokaze.html#fiskal>.
9. *Vy`konannya derzhavnogo byudzhetu* [Execution of the State Budget]. (n. d.). *Derzhavna kaznachejs`ka sluzhba Ukrainy`*. Retrieved from <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.
10. *Pensijny`j fond u cy`frax* [Pension fund figures]. (n. d.). *Pensijny`j fond Ukrainy`*. Retrieved from <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.
11. *The five convergence criteria*. (n. d.). Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm.
12. *Economic and Financial Data for UKRAINE*. (n. d.). State Statistics Committee of Ukraine. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/imf/pokaze.html#fiskal>.
13. *Dissemination Standards Bulletin Board (DSBB)/ International Monetary Fund*. (n. d.). Retrieved from <http://dsbb.imf.org/Pages/SDDS/Home.aspx>.
14. *Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal*. (2007). DESA Working Paper, 61.
15. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2015). *Deyaki py`tannya vchy`nennya u 2015 roci pravochy`niv z derzhavny`m borhom za derzhavny`my` zovnishnimy` zapozy`chennyamy` ta harantovany`m derzhavoyu borhom* [Some of the issues the commission in 2015 transactions with public debt on government foreign loans and guaranteed debt] (Order № 859-p, September 27). Retrieved from <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/cardnpd?docid=248437064> [in Ukrainian].