

**Т. П. Богдан**

доктор економічних наук, завідувач відділу державних фінансів Експертно-аналітичного центру "Оптіма", Київ, Україна, tetiana.bogdan@gmail.com

## СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ НЕСТІЙКОЇ БОРГОВОЇ ПОЗИЦІЇ

**Анотація.** У статті розкрито основні тенденції динаміки державного боргу України протягом 2014–2017 рр., проаналізовано індикатори боргового навантаження та вразливості державних фінансів для визначення рівня боргових ризиків у країні. Особливу увагу приділено тенденціям приросту державного боргу, пов'язаним із використанням урядом чималої частини запозичених коштів не на фінансування бюджетного дефіциту, а на операції із фінансовими активами. Проаналізовано явища й рішення у сфері економічної політики, які знижують боргову стійкість України та призводять до збільшення тягаря обслуговування боргу. Обґрунтовано цілі й інструменти стратегічного управління державним боргом України, котрі стосуються збереження курсу фіскальної консолідації (з визначенням набору бажаних інструментів останньої), оптимізації співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, розвитку внутрішнього ринку державних запозичень, вдосконалення та розроблення системи імплементації фіскальних правил.

**Ключові слова:** державний борг, позики, боргова стійкість, управління боргом, фіскальні правила, облігації внутрішньої державної позики.

**Рис. 3. Табл. 5. Літ. 21.**

**Tetiana Bohdan**

Dr. Sc. (Economics), The Expert Analytical Center "Optima", Kyiv, Ukraine, tetiana.bogdan@gmail.com

## STRATEGIC PUBLIC DEBT MANAGEMENT UNDER THE UNSUSTAINABLE DEBT POSITION

**Abstract.** The author discloses the main trends of public debt dynamics in Ukraine over 2014–2017, analyses debt burden indicators and indicators of public finance vulnerability, as well as assesses the debt-related risks in Ukraine. Currently a full range of debt burden indicators appears to surpass their threshold values, identified on the basis of empirical research. The author suggests that a large coefficient of the variation of economic growth and the high shares of public debt held by non-residents and of public debt denominated in foreign-currency increase the exposure of domestic public finances to future shocks. She presents the distortions in public debt accumulation process that are associated with huge bailout transactions and foresees the negative long-term implications of a foreign debt restructuring carried out in 2015. The article contains the main results of debt sustainability analysis (conducted by the IMF in Ukraine), which indicates the high probability of default on Ukraine's public debt in the future. The author reveals phenomena and economic policy decisions, which give rise to debt service costs and endanger public debt sustainability in Ukraine. Based on assessments and conclusions thereby derived, the author proposes a spectrum of fiscal policy and debt management actions that may alleviate a debt overhang problem in Ukraine and mitigate the risks associated with a distorted debt structure.

**Keywords:** public debt, borrowings, debt sustainability, debt management, fiscal rules, T-bills.

**JEL classification:** H63, H82.

© Богдан Т. П., 2018

**Т. П. Богдан**

доктор економічних наук, завідувача відомом державних фінансів  
Експертно-аналітичного центра "Оптіма", Київ, Україна

### СТРАТЕГИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ В УСЛОВИЯХ НЕУСТОЙЧИВОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЗИЦИИ

**Аннотация.** В статье раскрыты основные тенденции динамики государственного долга Украины в течение 2014–2017 гг., проанализированы индикаторы долговой нагрузки и уязвимости государственных финансов для определения уровня долговых рисков в стране. Особое внимание уделено тенденциям прироста государственного долга, связанным с использованием правительством немалой части заимствованных средств не на финансирование бюджетного дефицита, а на операции с финансовыми активами. Проанализированы явления и решения в сфере экономической политики, которые снижают долговую устойчивость Украины и приводят к увеличению бремени обслуживания долга. Обоснованы цели и инструменты стратегического управления государственным долгом Украины, которые касаются продолжения курса фискальной консолидации (с определением набора желательных инструментов последней), оптимизации сотрудничества с международными финансовыми организациями, развития внутреннего рынка государственных займов, усовершенствования и разработки системы имплементации фискальных правил.

**Ключевые слова:** государственный долг, займы, долговая устойчивость, управление долгом, фискальные правила, облигации внутреннего государственного займа.

### Поточний стан і ризики державного боргу України

Державний борг є складним фінансово-економічним феноменом, котрий відображає як наслідки економічної політики, що позначаються на фінансовій позиції уряду, так і вплив не залежних від його волі соціально-економічних процесів. Події останнього десятиліття та перебіг глобальної фінансової кризи засвідчили, що в багатьох країнах світу основні зони вразливості пов'язані з "борговим нависанням" у приватному секторі економіки. Втім, стан державних фінансів і розмір державних боргів теж відіграють помітну роль. Так, значне боргове навантаження в державному секторі зазвичай поглиблює й подовжує фінансову кризу, оскільки унеможлиблює проведення антициклічної фискальної політики (яка могла би підтримати сукупний попит) та надання державної підтримки системно важливим банкам і підприємствам реального сектору, що доволі часто призводить до їх банкрутства.

Досвід глобальної фінансово-економічної кризи вказує на те, що адекватна діагностика стану державних фінансів, коректна оцінка боргових ризиків та зважена фінансова політика є вагомими складовими в системі антикризового управління, які знижують ймовірність настання боргових криз. Проблеми надмірного боргового навантаження й незбалансованої структури державного боргу, впливу боргових процесів на темпи економічного зростання, стабільність фінансової сфери і стан зовнішнього сектору, а також перспективи стабілізації боргової ситуації в посткризовий період висвітлені в працях М. Аша, Е. Балдассі, А. Баум, Н. Будіної, А. Вебер,

С. Гупти, М. Канджіано, Ф. Каселлі, Т. Кінди, Т. Куррістін, М. Лазара, Т. Лана, Е. Ліпера, С. Пеннінгса, Р. Полліна, В. Райнхарта, К. Райнхарт, К. Рогоффа, Ф. Розера, Т. Хердона та ін. [1–10]. Проблеми стійкості державних фінансів і фіскального простору в умовах України знайшли відображення в працях Т. І. Єфименко, С. С. Гасанова, В. П. Кудряшова, Р. А. Балакіна [11; 12]. Однак питання оцінки боргових ризиків, визначення прийняттого рівня боргу та специфічних механізмів його накопичення в країні, яка істотно залежить від впливу зовнішніх чинників, вимушена оборонятися від сусіда-агресора й зазнає болісної структурної трансформації, залишилися малодослідженими.

Метою статті є аналіз індикаторів боргового навантаження й зон вразливості державних фінансів для визначення рівня боргових ризиків в Україні; розкриття потенційних загроз приросту державного боргу, пов'язаних із вкладенням чималої частини запозичених коштів у операції із фінансовими активами; виявлення небезпечних явищ і рішень у сфері бюджетної й боргової політики, а також окреслення цілей та інструментів стратегічного управління державним боргом для нівелювання ризиків макрофінансової стабільності в країні й утримання боргової стійкості держави.

Для України починаючи з 2014 р. були характерні висхідна динаміка індикаторів боргового навантаження та перевищення гранично допустимих значень відповідних показників у 2015–2017 рр. На рис. 1 зображено динаміку індикаторів боргового навантаження України у 2013–2016 рр., а саме:

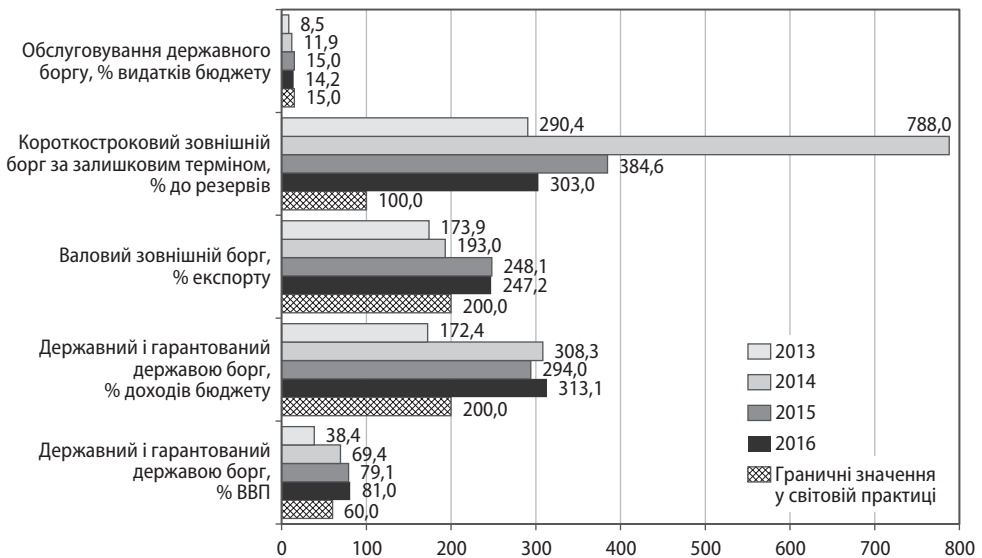


Рис. 1. Динаміка показників боргового навантаження України у 2013–2016 рр. та їх порівняння з гранично допустимими значеннями

Складено за даними Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної служби статистики України, Міжнародного валютного фонду та Світового банку.

обсягу державного й гарантованого державою боргу у відсотках до ВВП, державного та гарантованого державою боргу у відсотках до доходів державного бюджету, валового зовнішнього боргу України (з урахуванням корпоративних боргів) у відсотках до експорту товарів і послуг, короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення у відсотках до міжнародних резервів, обслуговування державного боргу як частки видатків державного бюджету.

Дані табл. 1 свідчать про те, що абсолютна сума державного й гарантованого державою боргу збільшилася з 584,8 млрд грн станом на кінець 2013 р. до 2141,7 млрд грн на кінець 2017 р. У відносному вимірі на кінець 2016 р. державний і гарантований державою борг дорівнював 81 % ВВП. У 2017 р. його розмір і далі зростав у абсолютних значеннях, проте у відносному вимірі дещо зменшився – до 71,8 % на кінець року. За даними МВФ середній рівень боргу загального уряду для країн із ринками, що формуються, та середнім рівнем доходів дорівнював 46,8 % ВВП на кінець 2016 р. [13]. За результатами емпіричного дослідження ОЕСР граничний рівень державного боргу для країн із ринками, що формуються, становить лише 30–50 % ВВП, а для розвинутих країн – 70–90 % ВВП [14]. Водночас фахівці МВФ обґрунтовують, що граничний рівень боргу загального уряду як ключовий показник у рамках аналізу боргової стійкості для країн із ринками, що формуються, котрі мають доступ до ринку капіталів, становить 60 % ВВП [15].

Таким чином, гранично допустиме значення державного боргу для країн із низькими й середніми доходами, згідно з результатами різних емпіричних досліджень, коливається від 30 до 60 % ВВП, а в Україні фактичний рі-

Таблиця 1. Динаміка індикаторів боргового навантаження України протягом 2013–2017 рр.

Показник		2013	2014	2015	2016	2017	Середнє для країн із низькими й середніми доходами у 2015 р.*	Гранично допустимі значення
Державний і гарантований державою борг	млрд грн	584,8	1 100,8	1 571,8	1 929,8	2 141,7	–	–
	% ВВП	38,4	69,4	79,1	81,0	71,8	46,8	40–60
	% доходів держбюджету	172,4	308,3	294,0	313,1	270,0	–	200
Валовий зовнішній борг, % експорту товарів і послуг		173,9	193,0	248,1	247,2	217,6	97,8	200
Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном, % до міжнародних резервів		290,4	788,0	384,6	303,0	248,4	30,8	100
Обслуговування державного боргу, % до видатків держбюджету		8,5	11,9	15,0	14,2	13,2	–	10–15

\* Середні показники для країн, що розвиваються (2015), наведені з International Debt Statistics Міжнародного банку реконструкції і розвитку та Fiscal Monitor Міжнародного валютного фонду.

Складено за даними Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Національного банку України.

вень державного боргу перевищує вказані значення щонайменше на 12 в. п. ВВП. Державний і гарантований державою борг України відносно доходів держбюджету становив 313 % наприкінці 2016 р. та 270 % наприкінці 2017 р.<sup>1</sup> У зазначеному вимірі обсяг державного боргу також перевищив гранично допустимий рівень, який за оцінками міжнародних фінансових організацій становить 200 %.

Валовий зовнішній борг України, котрий включає як державний, так і корпоративні борги, сягав 217,6 % експорту та в рази перевищував середній рівень боргу для країн із низькими й середніми доходами (97,8 % експорту)<sup>2</sup>. Обсяг валового зовнішнього боргу України був також помітно більшим від прийнятого у світі граничного рівня – 200 % експорту.

Щодо іншого показника – співвідношення короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення та міжнародних резервів, то його значення має відображати ступінь стійкості боргової позиції держави й приватного сектору, а також достатності офіційних резервів для підтримки міжнародної ліквідності країни в разі реверсу потоків капіталу. Тимчасом як у країнах із низьким і середнім рівнем доходів наприкінці 2014 р. короткостроковий зовнішній борг становив 30,8 % міжнародних резервів, в Україні це співвідношення було на рівні 303 і 248,4 % наприкінці 2016 та 2017 рр. відповідно<sup>3</sup>. Відомо, що критичне значення відношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів, відповідно до критерія Грінспена, дорівнює 100 %.

Наведені в табл. 1 дані засвідчують потребу в підвищенні боргової стійкості нашої країни з метою дотримання критеріїв за п'ятьма ключовими індикаторами боргового навантаження. Причому проблеми надмірного боргового навантаження та високих ризиків державного боргу, на думку багатьох експертів, набули критичного характеру.

Уже сьогодні тягар погашення й обслуговування боргу є вкрай важким для державного бюджету та ВВП країни. Щодо ВВП обсяг платежів за державним боргом збільшився із 7,5 % у січні – вересні 2013 р. до 9,7 % у відповідний період 2017 р.<sup>4</sup> Відносна величина процентних платежів за державним боргом, згідно з нашими висновками, наближається й навіть перевищує гранично допустиме значення за прийнятими у світі стандартами, яке дорівнює

<sup>1</sup> Ці співвідношення розраховані на основі офіційних даних Міністерства фінансів України (<https://minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>) та Державної казначейської служби України (<http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=400657>).

<sup>2</sup> Розраховано на підставі даних Національного банку України щодо валового зовнішнього боргу (<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36693538>) та щодо експорту (<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208301>).

<sup>3</sup> Розраховано за даними Національного банку України щодо короткострокового зовнішнього боргу (<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36693543>) і щодо міжнародних резервів ([https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=7693066](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693066)).

<sup>4</sup> Розраховано за даними Національного банку України щодо короткострокового зовнішнього боргу (<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36693543>) і щодо міжнародних резервів ([https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=7693066](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693066)).

Таблиця 2. Тиск боргових платежів на державний бюджет і ВВП країни

Показники	2013	2014	2015	2016	2017
Платежі за державним боргом, млрд грн, у т. ч.:	79,1	104,2	160,2	161,6	200,4
внутрішнім	46,3	67,7	122,6	123,3	110,2
зовнішнім	32,8	36,5	37,6	38,3	90,9
Частка платежів за державним боргом у витратах бюджету, %	22,2	22,2	29,9	28,2	27,3
Частка процентних виплат за боргом у видатках бюджету, %	8,5	11,2	16,7	16,5	15,6
Відношення процентних виплат за боргом до ВВП, %	2,3	2,9	4,4	4,7	4,3
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	7,5	9,1	11,4	9,7	9,7

**Примітка.** В таблиці відображено дані за 9 місяців кожного досліджуваного року.

Складено за даними Державної казначейської служби України та Державної служби статистики України.

10–15 % видатків бюджету. Щодо ВВП обсяг таких платежів за державним боргом зріс із 2,3 % у січні – вересні 2013 р. до 4,3 % у відповідний період 2017 р. (табл. 2). Таким чином, навіть за відсутності кризових потрясінь державний борг являє собою серйозну проблему для державного бюджету й ВВП країни.

З теорії відомо, що небезпека високого боргового навантаження в державному секторі пов'язана з дією таких чинників:

1) посилення економічної непевності та зменшення в економіці приватних інвестицій внаслідок ефекту витіснення, що пригнічує темпи економічного зростання країни;

2) необхідність генерування надлишку поточного рахунку платіжного балансу чи профіциту бюджету для обслуговування накопиченого боргу, що скорочує інвестиційний і споживчий попит у економіці;

3) збільшення видатків бюджету на обслуговування боргу, внаслідок чого скорочуються видатки на соціально-економічні потреби, що в багатьох випадках призводить до зниження якості соціального капіталу в країні та доступності суспільних послуг для широких верств населення;

4) втрата для уряду можливості проводити антициклічну фіскальну й монетарну політику, що позбавляє його інструментів підтримки сукупного попиту в кризових умовах і таким чином збільшує тривалість/глибину економічної кризи;

5) зростання ризиків рефінансування державного боргу: уряд раптово може втратити доступ до позичкового фінансування, що породжуватиме кризу ліквідності та генеруватиме кризові імпульси для економіки;

6) підвищення вразливості економіки до впливу зовнішніх шоків – процентних ставок, цін на експортовані товари, попиту в країнах-партнерах, несприятливі зміни яких можуть спричинити дефолт.

Важливим аспектом, що має враховуватися при оцінюванні показників боргового навантаження, є те, що у складі державного боргу України не обліковується вартість ВВП-варантів, а тому звітні показники боргового навантаження априорі є заниженими. Як зазначалося, станом на кінець 2017 р. сума державного й гарантованого державою боргу становила 71,8 % ВВП,

але вона не включає оціночну вартість ВВП-варантів або інструментів компенсації вартості, випущених у ході реструктуризації зовнішнього боргу комерційним кредиторам.

Реструктуризація державного боргу за облігаціями зовнішньої позики 2015 р. розвантажила бюджети 2015–2018 рр. і підтримала платіжний баланс, однак істотно посилила тягар зовнішнього боргу в довгостроковій перспективі. За умовами угоди з кредиторами уряд повертатиме 80 % номінальної суми боргу протягом 2019–2027 рр., сплачуючи їм 7,75 % річної дохідності. Проте замість списаних 3,6 млрд дол. США основної суми боргу уряд зобов'язався віддавати кредиторам 15 або 40 % номінального приросту ВВП упродовж 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть відповідно 3 і 4 % (це положення вступає в дію після досягнення річним ВВП України значення 125 млрд дол.). Такі зобов'язання уряду було оформлено у вигляді деривативів, котрі у світовій практиці мають назву ВВП-варантів.

За результатами проведеного нами імітаційного моделювання, сумарні виплати за ВВП-варантами сягнуть 8,3 млрд дол. за умови, що реальний ВВП зростатиме на 4 % протягом 20 років; такі виплати перевищать 33 млрд дол. у разі щорічного зростання ВВП на 5 %. Якщо дисконтувати отримані величини за стандартною для аналізу боргової стійкості ставкою 5 %, чиста поточна вартість виплат за ВВП-варантами зменшиться до 3,9 та 15,8 млрд дол. відповідно. При цьому списана сума заборгованості держави за облігаціями становила 3,6 млрд дол.!

По суті, щодо випуску ВВП-варантів з точки зору перспектив існують ризики довгострокового потенціалу зростання національної економіки внаслідок вилучення надто високої частки приросту номінального ВВП на користь іноземних кредиторів. З огляду на те, що відношення доходів державного бюджету до ВВП не перевищує 26 %, виплати за ВВП-варантами на рівні 40 % приросту ВВП означатимуть необхідність додаткових заходів фіскальної консолідації.

У міжнародному контексті, на наш погляд, спостерігаються певні ознаки подібності українських ВВП-варантів до аргентинських. Так, уряд Аргентини в ході реструктуризації зовнішнього боргу емітував ВВП-варанти, котрі підлягали погашенню впродовж 30 років у періоди, коли темпи зростання реального ВВП у національній валюті Аргентини становили понад 3 %. Утім, аргентинські варанти істотно відрізняються від українських за відсотком приросту ВВП, який підлягає вилученню з бюджету на користь кредиторів. У Аргентині це 5 %, а в Україні – 15 і 40 %.

Величина знижки до номінальної вартості облігацій (20 %), котру було застосовано при реструктуризації боргу, також не виглядає вагомою поступкою з боку кредиторів. Адже попередні переговори, за нашими даними, розмір дисконту за суверенними облігаціями України на вторинному ринку був істотно вищим. Окрім того, варто було враховувати, що емісія ВВП-варантів із високою ймовірністю компенсуватиме кредиторам втрати від зниження номінальної вартості облігацій.

У практиці діяльності міжнародних фінансових організацій (МФО) поряд із широкоживаними індикаторами для оцінки боргових ризиків використовуються показники так званих зон вразливості державних фінансів. Їхні граничні значення були обчислені фахівцями МВФ на основі моделей раннього попередження фінансових криз. Вважається, що при досягненні визначених граничних значень державні фінанси потрапляють у зону підвищених боргових ризиків. У табл. 3 наведено показники “зон вразливості” державних фінансів, їхні граничні, а також фактичні значення станом на вересень 2017 р.

Наведені дані засвідчують, що в Україні три показники “зон вразливості” державних фінансів із семи перевищують гранично допустимі значення, а саме: коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП, який становить -2,1 в. п.; частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, що сягає 62,9 % за гранично допустимих 45 %; частка боргу, номінованого в іноземній валюті, котра дорівнює 68,2 % за гранично допустимих 60 %.

На початку 2017 р. експерти МВФ провели для України аналіз боргової стійкості (*debt sustainability analysis*) із використанням стандартизованих стрес-тестів: шоку реального ВВП, шоку первинного балансу бюджету, шоку реальної процентної ставки, обмінного курсу та шоку умовних зобов'язань уряду [16]. Сутність аналізу боргової стійкості полягає у визначенні граничного рівня державного боргу, його структури, потреб у позичковому фінансуванні й тестуванні бюджетно-податкової та боргової політики конкретної країни на предмет того, чи призведе їх прогнозований курс до перевищення прийнятих граничних показників. Завершальним етапом аналізу боргової стійкості є візуалізація отриманих результатів шляхом створення так зва-

Таблиця 3. Індикатори вразливості державних фінансів для країн із ринками, що формуються

№ з/п	Показник	Фактичні значення, 2017 р.	Граничний рівень
1	Кумулятивне коригування первинного балансу бюджету за трирічний період, % ВВП	1,1	2
2	Коефіцієнт варіації темпів зростання реального ВВП, в. п.	-2,1 (2013 – Q2,17)	1
3	Спред дохідності облігацій зовнішньої позики, б. п.	550	600
4	Валові потреби в позичковому фінансуванні, % ВВП	7,3	15
5	Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, %	62,9	45
6	Частка боргу, номінованого в іноземній валюті, %	68,2	60
7	Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення в загальній структурі державного боргу, в. п.	0,04	1

Розраховано за даними Міністерства фінансів України, Державної казначейської служби України, Державної служби статистики України та Міжнародного валютного фонду (див.: Reinhart C. M., Reinhart V. R., Rogoff K. S. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*. 2012. Vol. 26, No. 3. P. 69–86).



Рівень державного боргу	Шок реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Валові потреби в позичковому фінансуванні	Шок реального ВВП	Шок первинного балансу бюджету	Шок реальної процентної ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Борговий профіль	Сприйняття учасників ринку	Потреби в зовнішньому фінансуванні	Зміна частки короткострокового боргу	Боргові зобов'язання у власності нерезидентів	Борг, номінований у іноземній валюті

Рис. 2. “Гаряча карта” за результатами аналізу боргової стійкості України

Джерело: Ukraine: IMF Country Report No. 17/83, April 2017 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2017/cr1783.ashx>.

ної гарячої карти (*heat map*). Її кольори визначаються на основі порівняння одержаних у ході стрес-тестів прогнозованих показників рівня боргу, валових потреб у позичковому фінансуванні та структури боргу з індикативними чи граничними значеннями. Залежно від отриманих розбіжностей боргові ризики класифікуються як високі (чорний колір), середні (сірий колір) або низькі (білий колір) (рис. 2).

Як бачимо з рис. 2, у сфері державних фінансів України найвищі ризики пов'язані з надмірним рівнем боргового навантаження, великими є також ризики, котрі походять від незбалансованої структури державного боргу. Водночас незначні валові потреби уряду в позичковому фінансуванні генерують середні й низькі ризики.

Особливістю процесу накопичення державного боргу України останніми роками стало істотне перевищення обсягів нетто-боргового фінансування уряду над обсягами дефіциту бюджету. Згідно з даними, наведеними в табл. 4, у 2014–2017 рр. суми нетто-фінансування бюджету за борговими операціями

Таблиця 4. Ризикові тенденції приросту державного боргу України, 2013–2017 рр.

Показник	2013	2014	2015	2016	2017
Нетто-фінансування за борговими операціями, млрд грн	80,5	201,8	117,5	177,3	120,4
Дефіцит державного бюджету України, млрд грн	64,7	78,1	45,2	70,1	47,8
Відношення нетто-фінансування за борговими операціями до дефіциту бюджету, разів	1,2	2,6	2,6	2,5	2,5
Випуск ОВДП на рекапіталізацію, всього, млрд грн	14,7	123,3	75,0	129,2	70,7

Складено за даними Державної казначейської служби України та Національного банку України.

перевищували обсяги дефіциту державного бюджету в 2,5–2,6 рази. Така ситуація пояснюється тим, що вагомою складовою приросту державного боргу України в зазначений період стала підтримка урядом банків, Фонду гарантування вкладів і НАК “Нафтогаз України” шляхом вкладення в їхні статутні капітали облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

Надходження від зовнішніх і внутрішніх запозичень лише частково спрямовувалися на фінансування бюджетного дефіциту, більша їх частина вкладалась урядом у акції та векселі державних компаній чи банків. Загалом через придбання фінансових активів сумнівної якості внутрішній державний борг України зріс у 2014 р. на 123,3 млрд грн, у 2015 р. – на 75 млрд, у 2016 р. – на 129,2 млрд та у 2017 р. – на 70,7 млрд грн (табл. 5). Усього починаючи з 2014 р. урядом вкладено в цінні папери державних компаній і банків 398,2 млрд грн, які трансформувались у внутрішній державний борг.

Підтримка державою банків, Фонду гарантування вкладів, НАК “Нафтогаз України” та інших суб’єктів шляхом вкладення в їхні статутні капітали ОВДП або обміну їхніх векселів на ОВДП створила умови для продовження їхньої діяльності та до певної міри сприяла стабілізації банківської системи. Однак водночас колосальне нарощування державного боргу за вказаними напрямками призвело до істотного зростання ризиків платоспроможності держави, що, ймовірно, матиме вкрай негативні наслідки за неспроможності уряду рефінансувати накопичені борги.

Деформована структура державного боргу України за видами валют генерує доволі високі валютні ризики. Так, на 30 вересня 2017 р. частка боргових зобов’язань, номінованих у гривні, становила 30,6 % загальної суми державного й гарантованого державою боргу (рис. 3). Порівняно з кінцем 2016 р. валютна структура державного боргу майже не змінилась, однак порівняно з кінцем 2013 р. вона істотно погіршилась – частка гривневих зобов’язань зменшилась на 11 в. п. Найбільш значущою валютою номінації державних боргових зобов’язань на сьогодні залишається долар США, його частка становить 42,1 %; помітною є також частка спеціальних прав запозичення (СПЗ) – 18,7 % загальної суми боргу.

**Таблиця 5. Приріст державного боргу України за позабюджетними каналами**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017
Випуск ОВДП на рекапіталізацію, всього, млрд грн	14,7	123,3	75,0	129,2	70,7
Збільшення статутних капіталів банків, млрд грн	1,4	16,6	3,8	121,3	70,7
Нарощення капіталу НАК “Нафтогаз України”, млрд грн	8,0	96,6	29,7	0	0
Надання позик Фонду гарантування вкладів, млрд грн	0	10,1	41,5	7,9	0
Збільшення капіталу інших юридичних осіб, млрд грн	5,3	0	0	0	0
Дефіцит державного бюджету України, млрд грн	64,7	78,1	45,2	70,1	47,8
Відношення випуску ОВДП на рекапіталізацію до дефіциту бюджету, разів	0,2	1,6	1,7	1,8	1,5

Складено за даними Державної казначейської служби України та Національного банку України.

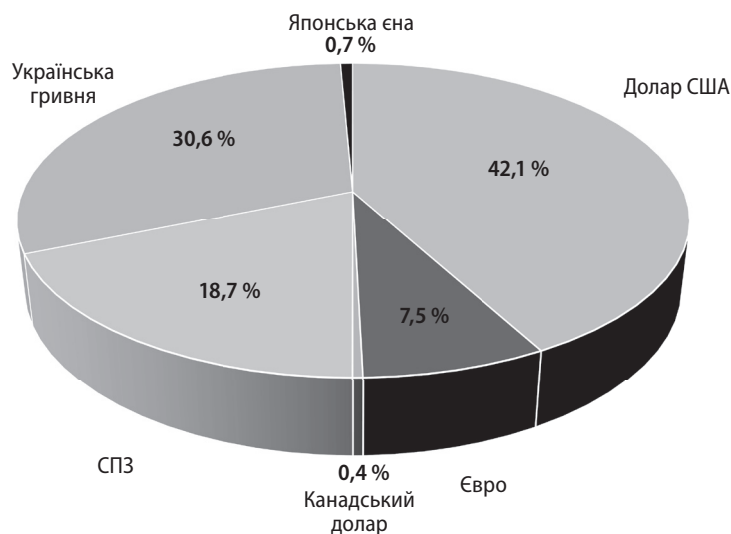


Рис. 3. Валютна структура державного та гарантованого державою боргу станом на 30 вересня 2017 р.

Складено за даними Міністерства фінансів України.

Чимала частка боргових зобов'язань у іноземній валюті в загальній структурі боргу визначає високу чутливість останнього до динаміки обмінного курсу гривні. Це є також однією з причин тісного взаємозв'язку між валютними та борговими кризами в Україні: в історичному ракурсі всі істотні й слабо керовані девальвації гривні давали поштовх дефолтам і реструктуризації державного та/або приватного боргу.

З високою ймовірністю, у 2018 р., так само як фактично й у 2017 р., деякі явища й заходи економічної політики держави погіршуватимуть стан боргової стійкості України та спричинять збільшення тягаря обслуговування державного боргу. На наш погляд, проблемними аспектами національної боргової й бюджетної політики у 2017–2018 рр. є:

- *Порушення боргового ліміту* на рівні 60 % ВВП, зафіксованого в Бюджетному кодексі України, та необхідність стратегічного бачення шляхів відновлення боргової стійкості, враховуючи те, що Перехідні положення до Бюджетного кодексу України з 1 січня 2017 р. узаконили перевищення такого ліміту.

- *Загрози руйнівних ефектів боргового “нависання”* та продовження експансійної боргової й бюджетної політики, проявами яких стали такі події та заходи:

- розміщення урядом облігацій зовнішньої позики на суму 3 млрд дол. США у вересні 2017 р. за наявності профіциту держбюджету в розмірі 38,5 млрд грн (за січень – серпень 2017 р.) і зведеного бюджету в обсязі 68,6 млрд грн;
- при перевищенні планових показників доходів державного бюджету за I півріччя 2017 р. та залученні доходів від спецконфіскації на

29,7 млрд грн Верховна Рада прийняла рішення про збільшення видатків бюджету до кінця року на 40,8 млрд грн. При цьому на погашення внутрішнього боргу спрямовано лише 5,2 млрд грн (загальний борг за ОВДП сягав понад 680 млрд грн).

- Подальше здійснення внутрішніх запозичень за позабюджетними каналами на *рекапіталізацію* (статті 16 і 17 Закону про держбюджет на 2018 р.), тимчасом як за 2014–2017 рр. урядом уже було запозичено на ці потреби майже 400 млрд грн.

- *Високі процентні ставки зовнішніх комерційних позик* (7,4 % у 2017 р.) і готовність уряду розміщувати єврооблігації за ставкою 9 % у 2018 р. Слід зважати на те, що в країнах ЄС 7 % – критична ринкова ставка, в разі досягнення котрої уряду надається офіційна фінансова допомога, а прості розрахунки показують, що трьохмільярдна позика на 10 років під 9 % річних означає сумарні боргові виплати для держави обсягом 5,7 млрд дол. США, а на 15 років – 7,1 млрд дол.

- Значні суми зовнішніх державних позик (108,2 млрд грн, або 3,3 % ВВП) за планом на 2018 р. та *покладання на бюджет кредитів комерційного характеру*. Так, відповідно до Програми державних запозичень, у 2018 р. державні позики будуть здійснені за проектами “Основний кредит для аграрної галузі України” (400 млн євро до 2025 р.), “Основний кредит для МСП і компаній з середньою капіталізацією” (400 млн євро до 2027 р.), а також на підтримку МСП (10 млн євро). Кредиторами таких проектів виступають Європейський інвестиційний банк і банк “КФВ”, які в інших країнах, на відміну від нашої, не надають позик до бюджету, а безпосередньо співпрацюють із суб'єктами господарювання.

### **Стратегічне управління державним боргом України: цілі, засоби та інструменти**

Високі ризики державного боргу зумовлюють потребу в невідкладних заходах для відновлення боргової стійкості держави та переходу до стратегічного управління державним боргом України. Зважаючи на особливості національної фінансової системи, рівня і структури накопиченого боргу, а також найкращої світової практики управління державним боргом, на наш погляд, необхідно забезпечити *скерованість боргової політики України на досягнення таких цілей:*

- послідовне зниження рівня державного й гарантованого державою боргу щонайменше на 3,2 % ВВП у середньому за рік та досягнення цільового рівня боргу 60 % ВВП щонайпізніше на кінець 2022 р;

- забезпечення потреб держави в позичкових коштах і фінансування планового дефіциту бюджету з мінімально можливими витратами за утримання прийняттого рівня ризиків;

- збалансування структури боргу за видами валют, процентних ставок і термінів погашення боргу та зменшення відповідних ризиків;

– підтримання постійного доступу Уряду України до міжнародного ринку капіталу, підвищення кредитних рейтингів та зниження вартості зовнішніх ринкових позик;

– активізація внутрішнього ринку державних цінних паперів і збільшення частки гривневих зобов'язань у структурі державного боргу до рівня мінімум 50 %;

– ретельніше врахування міжнародної практики державної підтримки банків і компаній за рахунок нарощування державного боргу;

– забезпечення справедливих умов виплат за ВВП-варантами, зокрема ініціювання переговорів щодо перегляду схеми їх обслуговування в разі наближення фактичних виплат за ВВП-варантами до суми “haircut” (3,6 млрд дол. США);

– оптимізація співробітництва України з МФО та звуження ролі держави як позичальника й гаранта у сфері фінансових відносин приватних підприємств/банків із такими організаціями (кредити ЄБРР, ЄІБ та Експортно-імпортного банку Китаю на розвиток окремих бізнесів).

Для досягнення першої цілі стратегічного управління державним боргом України (скорочення рівня державного боргу до 60 % ВВП) необхідно *продовжити курс фінансової консолідації*. Засобами її досягнення можуть бути:

1) щорічне скорочення величини циклічно скоригованого первинного балансу загального уряду на 0,7 % ВВП щороку впродовж 2019–2023 рр.;

2) застосування інструментів фінансової консолідації, які є сприятливими для економічного зростання на тривалому часовому проміжку (див. докладно [17]):

– ретельніше обґрунтування субсидій підприємствам з точки зору наявності кінцевих результатів;

– уведення/збільшення податків на власність і екологічних податків;

– зменшення видатків на державне споживання;

3) недопущення використання тих інструментів фінансової консолідації, що є шкідливими для економічного зростання як у коротко-, так і в середньостроковому періодах:

– скорочення державних видатків на освіту та охорону здоров'я;

– зменшення державних інвестицій;

– підвищення податків на особисті доходи громадян.

Оптимальний набір інструментів фінансової консолідації для України та особливості проведення фінансового коригування в основних галузях бюджетної сфери детально викладено в праці [18].

У площині нормативно-правового регулювання засобами досягнення цільового рівня державного боргу в Україні можуть стати *деталізація фінансових правил* (у т. ч. боргового ліміту) та введення в законодавство механізмів їх імплементації.

Борговий ліміт, встановлений Бюджетним кодексом України, наразі перевищено щонайменше в 1,2 раза. Отже, нагальною проблемою для нашої держави є не лише розширення переліку та модифікація фінансових правил,

а й пошук адекватних механізмів їх імплементації та/або деталізації. Досвід країн ЄС свідчить, що ефективна дія боргових лімітів можлива тільки за наявності механізмів, котрі вимагають вжиття певних заходів у разі наближення до граничних показників або застосування так званого боргового гальма.

Механізмами імплементації фіскального правила у вигляді боргового ліміту в умовах України мають стати:

– включення в законодавство заходів автоматичного коригування бюджетної політики при наближенні до граничного рівня чи порушенні фіскальних правил;

– запровадження інституційних обмежень і персональних санкцій для посадових осіб, відповідальних за їх порушення;

– започаткування незалежного моніторингу стану дотримання фіскальних правил (такі функції в країнах ЄС виконують фіскальні ради).

Роль “боргового гальма”, тобто заходів автоматичного коригування бюджетної політики, в умовах України можуть виконувати такі обмеження й застереження:

- Передбачати в річних проектах Державного бюджету України зниження відносної величини державного й гарантованого державою боргу щонайменше на 1/8 відхилення фактичного рівня боргу від гранично допустимого, визначеного законодавством.

- Ретельніше враховувати міжнародну практику при взятті урядом будь-яких зобов'язань, котрі не пов'язані з надходженням коштів до державного бюджету та котрі покладаються на державний борг (поточний рівень державного боргу України виключає для уряду можливості збільшення на його балансі “сміттєвих” активів, що набуваються за рахунок приросту державного боргу).

- Порівнювати ймовірні ризики й результати при наданні гарантій уряду за кредитами економічним суб'єктам та брати їх до уваги.

- Обмежити, аж до заборони, надання будь-яких кредитів із державного бюджету підприємствам і організаціям, які не фінансуються з бюджету.

На наш погляд, також доцільно включити в Бюджетний кодекс України окрему статтю стосовно обмеження, аж до заборони, здійснення державних позик, що не передбачають надходжень запозичених коштів до бюджету, в тому числі випуск ОВДП з подальшим придбанням у державну власність акцій додаткової емісії банків; в обмін на векселі, видані Фондом гарантування вкладів фізичних осіб; в обмін на акції додаткової емісії господарських товариств паливно-енергетичного комплексу та ін.

Для зменшення зовнішньоборгового навантаження в Україні велике значення має *вдосконалення механізмів залучення позик МФО*, основними з яких є:

– ретельний відбір проектів для фінансування в бюджетній сфері або з наданням державних гарантій із урахуванням факту їх пріоритетності для України та можливостей погашення боргових зобов'язань за рахунок держбюджету;

– збільшення кількості самоокупних інвестиційних проектів у державному й приватному секторах економіки без гарантування кредитів урядом і посередництва держави як суверенного позичальника;

– посилення ролі української сторони в процесах планування та розроблення проектів (зокрема, на стадії їх ініціювання органами державної влади й підготовки програмних документів МФО з питань їхньої діяльності в нашій країні);

– узгодження кредитних програм співробітництва України з МФО із середньостроковою стратегією управління державним боргом.

Загалом навіть у разі відновлення доступу Уряду України до міжнародного ринку позичкових капіталів основним джерелом зовнішнього позичкового фінансування бюджету повинні залишатись офіційні позики урядів іноземних держав і МФО, з огляду на їх порівняно низьку вартість. Доречною в таких умовах є рекомендація МВФ урядам країн із ринками, що формулюється: “Країни з високим ризиком боргових ускладнень мають продовжувати курс фіскальної консолідації та обмежити непільгові зовнішні запозичення” [19].

В умовах нестійкої боргової позиції держави вкрай необхідна активізація дипломатичних зусиль і діяльності громадських організацій у напрямі зміни структури зовнішньої підтримки України на користь грантового компонента на протипагу кредитному. Пакет фінансової допомоги ЄС для України на 2014–2020 рр. містить 1,57 млрд євро безповоротної допомоги, або 14 % загальної суми фінансування. Причинами переважання кредитної форми фінансування над грантовою є занадто оптимістичні оцінки боргової спроможності України та домінування комерційних інтересів донорів над гуманітарними. З такою поведінкою різко контрастує політика Адміністрації США щодо Західної Європи в повоєнний період: План Маршалла передбачав надання безповоротної допомоги європейським країнам на суму 11,8 млрд дол. у цінах 1951 р., при цьому 91 % допомоги було надано у формі грантів.

Стосовно досвіду країн Східної Європи А. Адаров і П. Гавлік слушно зауважують, що кумулятивні надходження від ЄС у розрахунку на одну особу впродовж усього періоду членства у Союзі становили в Польщі, Словаччині та Румунії відповідно 2080, 1670 і 860 євро. При екстраполяції такого обсягу трансфертів ЄС на чисельність населення країн – підписантів угод про асоціацію отримуємо 37–89 млрд євро гіпотетичної сумарної допомоги Євросоюзу нашій країні протягом 10 років. Такі розрахункові обсяги допомоги істотно відрізняються від фактичної й планової фінансової підтримки Союзом України, Грузії та Молдови, котра, крім того, надається здебільшого у формі позик [20].

Розширення грантової форми підтримки України міжнародним співтовариством є необхідним і з огляду на те, що держава об’єктивно неспроможна обслуговувати свій борг, який істотно зріс, окрім того, у 2019–2020 рр. нашу країну, дуже ймовірно, очікують боргові ускладнення.

Ще одним аргументом на користь надання ЄС Україні масштабної фінансової й технічної допомоги є значні фінансові розриви в процесі впровадження Угоди про асоціацію з Європейським Союзом: чималі витрати України на адаптацію і модернізацію в короткостроковому періоді та потенційні здобутки від поглиблення економічної інтеграції з ЄС лише в середньо- й довгостроковому періодах. На думку А. Адарова та П. Гавліка, потрібно створити ефективну систему моніторингу й функціональної оцінки програм допомоги ЄС Україні з чітким моніторингом кількісних та ідентифікованих якісних оцінок, котрі дають можливість систематично відстежувати прогрес у реалізації запланованих реформ. Така система має сприяти підвищенню ефективності зовнішньої фінансової допомоги в умовах існування високих ризиків, пов'язаних із корупцією [21].

На тлі волатильності обмінних курсів і домінування у структурі державного боргу України заборгованості в іноземній валюті об'єктивно постає потреба в активнішому застосуванні державою запозичень у національній валюті. В цьому контексті першочерговим завданням є сприяння розвитку ринку гривневих запозичень уряду та збільшення частки боргу в національній валюті у структурі державного боргу щонайменше до рівня 50 %.

Такі заходи, як зміна валютної структури державного боргу на користь гривневих зобов'язань і збільшення запозичень із тривалими термінами погашення боргу, дадуть можливість мінімізувати основні ризики, властиві борговому портфелю держави.

Поряд із цим крива базової дохідності (*benchmark yield curve*) має велике значення для розвитку ліквідного ринку корпоративних облігацій. Ринок державних цінних паперів є своєрідною точкою відліку для ціноутворення на різні боргові інструменти, включаючи корпоративні облігації.

На наш погляд, інструментами розвитку ринку ОВДП в Україні повинні стати:

- регулярна емісія стандартизованих (*plain vanilla*) державних облігацій у обсягах, достатніх для забезпечення високої ліквідності ринку;
- достовірне прогнозування грошових потоків уряду для точної оцінки потреб у фінансуванні та уникнення надлишкових позик;
- розвиток повноцінної системи маркет-мейкерів із підтриманням двосторонніх котирувань державних облігацій на вторинному ринку;
- активне залучення фізичних осіб до ринку внутрішніх державних позик і поширення операцій маркет-мейкерів на роздрібних інвесторів.

За різними оцінками, заощадження населення в іноземній валюті поза банківською системою становлять 80–100 млрд дол. США; ця сума значно перевищує обсяг іноземних кредитів, які залучаються Урядом України. Охоплення широкого кола роздрібних інвесторів сприятиме стабілізації функціонування ринку ОВДП та поступово приведе до зниження ринкових процентних ставок за державними позиками.



Список використаних джерел

1. Leeper E. M. Anchoring Fiscal Expectations. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 2009. Vol. 72, No. 3. P. 17–42. URL: [http://rbnz.govt.nz/research\\_and\\_publications/reserve\\_bank\\_bulletin/2009/2009sep72\\_3leeper.pdf](http://rbnz.govt.nz/research_and_publications/reserve_bank_bulletin/2009/2009sep72_3leeper.pdf).
2. Public Financial Management and Its Emerging Architecture / M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazare (eds.). Washington : International Monetary Fund, 2013.
3. Reinhart C. M., Reinhart V. R., Rogoff K. S. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*. 2012. Vol. 26, No. 3. P. 69–86.
4. Herndon Th., Ash M., Pollin R. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. *Working Paper*. 2013. No. 322.
5. Baum A., Checherita C., Rother Ph. Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area. *Journal of International Money and Finance*. 2013. Vol. 32. P. 809–821.
6. Ardayna S., Caselli F., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries. *NBER Working Paper*. 2004. No. 10788.
7. Reinhart V., Sack B. The Economic Consequences of Disappearing Government Debt. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2000. No. 2.
8. Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten / Prepared by C. M. Reinhart, K. S. Rogoff. *IMF Working Paper*. 2013. Dec.
9. Fiscal Consolidations and Growth: Does Speed Matter? / Prepared by S. Pennings, E. P. Ruiz. *IMF Working Paper*. 2013. Nov.
10. Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and Growth in Credit-Constrained Economies / Prepared by E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados. *IMF Working Paper*. 2013. Nov.
11. Єфименко Т. І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів. *Фінанси України*. 2017. № 9. С. 7–28.
12. Гасанов С. С., Кудряшов В. П., Балакін Р. А. Досвід ЄС з антикризового управління державними фінансами та його використання в Україні. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 17–30.
13. Fiscal Monitor. October 2017 / International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017>.
14. Fall F., Fournier J. Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*. 2015. July.
15. Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries / International Monetary Fund. P. 44. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.
16. Ukraine: IMF Country Report No. 17/83, April 2017 / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2017/cr1783.ashx>.
17. Choosing Fiscal Consolidation Instruments Compatible with Growth and Equity / Organisation for Economic Co-operation and Development. URL: <http://www.oecd.org/eo/public-finance/choosing-fiscal-consolidation-instruments.htm>.
18. Bogdan T., Landesmann M. From Fiscal Austerity towards Growth-Enhancing Fiscal Policy in Ukraine : WIIW Research Report 417, April 2017. 82 p. URL: <https://wiiw.ac.at/from-fiscal-austerity-towards-growth-enhancing-fiscal-policy-in-ukraine-dlp-4189.pdf>.
19. Seeking Sustainable Growth Short-Term Recovery, Long-Term Challenges. *World Economic Outlook*. 2017. Oct. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>.
20. Adarov A., Havlik P. Benefits and Costs of DCFTA: Evaluation of the Impact on Georgia, Moldova and Ukraine. URL: <https://wiiw.ac.at/benefits-and-costs-of-dcfta-evaluation-of-the-impact-on-georgia-moldova-and-ukraine-dlp-4111.pdf>.
21. Adarov A., Havlik P. Challenges of DCFTAs: How can Georgia, Moldova and Ukraine succeed? URL: <https://wiiw.ac.at/challenges-of-dcftas-how-can-georgia-moldova-and-ukraine-succeed--dlp-4233.pdf>.

### References

1. Leeper, E. M. (2009). Anchoring Fiscal Expectations. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 72, No. 3, 17–42. Retrieved from [http://rbnz.govt.nz/research\\_and\\_publications/reserve\\_bank\\_bulletin/2009/2009sep72\\_3leeper.pdf](http://rbnz.govt.nz/research_and_publications/reserve_bank_bulletin/2009/2009sep72_3leeper.pdf).
2. Cangiano, M., Curristine, T. & Lazare, M. (Eds.). (2013). *Public Financial Management and Its Emerging Architecture*. Washington: International Monetary Fund.
3. Reinhart, C. M., Reinhart, V. R. & Rogoff, K. S. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, 69–86.
4. Herndon, Th., Ash, M. & Pollin, R. (2013). Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. *Working Paper*, 322.
5. Baum, A., Checherita, C. & Rother, Ph. (2013). Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area. *Journal of International Money and Finance*, 32, 809–821.
6. Ardagna, S., Caselli, F. & Lane, T. (2004). Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries. *NBER Working Paper*, 10788.
7. Reinhart, V., Sack, B. (2000). The Economic Consequences of Disappearing Government Debt. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
8. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2013, December). Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten. *IMF Working Paper*.
9. Pennings, S., Ruiz, E. P. (2013, November). Fiscal Consolidations and Growth: Does Speed Matter? *IMF Working Paper*.
10. Baldacci, E., Gupta, S. & Mulas-Granados, C. (2013, November). Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and Growth in Credit-Constrained Economies. *IMF Working Paper*.
11. Yefymenko, T. I. (2017). Fiskal'nyj prostir i stabilizaciya derzhavnykh finansiv [Fiscal space and stabilization of public finance]. *Finansy' Ukrainy* [Finance of Ukraine], 9, 7–28 [in Ukrainian].
12. Gasanov, S. S., Kudryashov, V. P. & Balakin, R. L. (2014). Dosvid YeS z anty'kry'zovoho upravlinnya derzhavnykh finansamy ta joho vykorystannya v Ukraini [The EU public finance crisis management experience and its implementation in Ukraine]. *Finansy' Ukrainy* [Finance of Ukraine], 7, 17–30 [in Ukrainian].
13. International Monetary Fund. (2017, October). *Fiscal Monitor*. Retrieved from <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017>.
14. Fall, F., Fournier, J. (2015, July). Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*.
15. International Monetary Fund. (2013, May 9). *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.
16. International Monetary Fund. (2017, April). *Ukraine: IMF Country Report No. 17/83*. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2017/cr1783.ashx>.
17. Organisation for Economic Co-operation and Development. (n. d.). *Choosing Fiscal Consolidation Instruments Compatible with Growth and Equity*. Retrieved from <http://www.oecd.org/eco/public-finance/choosing-fiscal-consolidation-instruments.htm>.
18. Bogdan, T., Landesmann, M. (2017, April). *From Fiscal Austerity towards Growth-Enhancing Fiscal Policy in Ukraine: WIIW Research Report 417*. Retrieved from <https://wiiw.ac.at/from-fiscal-austerity-towards-growth-enhancing-fiscal-policy-in-ukraine-dlp-4189.pdf>.
19. International Monetary Fund. (2017, October). *Seeking Sustainable Growth Short-Term Recovery, Long-Term Challenges*. *World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>.
20. Adarov, A., Havlik, P. (2016, December). *Benefits and Costs of DCFTA: Evaluation of the Impact on Georgia, Moldova and Ukraine*. Retrieved from <https://wiiw.ac.at/benefits-and-costs-of-dcfta-evaluation-of-the-impact-on-georgia-moldova-and-ukraine-dlp-4111.pdf>.
21. Adarov, A., Havlik, P. (n. d.). *Challenges of DCFTAs: How can Georgia, Moldova and Ukraine succeed?* Retrieved from <https://wiiw.ac.at/challenges-of-dcftas-how-can-georgia-moldova-and-ukraine-succeed--dlp-4233.pdf>.