

**В. П. Кудряшов**

доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач відділу державних фінансів НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, kvp.kudrya@gmail.com

## ВИКОРИСТАННЯ ОВДП В УПРАВЛІННІ ДЕРЖАВНИМИ ЗАПОЗИЧЕННЯМИ

**Анотація.** Проаналізовано динаміку показників державних запозичень в Україні, з'ясовано причини їх зростання та особливості розміщення на внутрішньому фінансовому ринку. Розкрито роль ОВДП в управлінні державним боргом, зміні його величини та структури. Встановлено, що збільшення державного боргу зумовлене не так зростанням дефіциту держбюджету, як необхідністю погашення зобов'язань і проведення активних операцій (у рамках фінансування держбюджету). Велику увагу приділено розширенню підтримки державних корпорацій шляхом використання ресурсу держбюджету, розглянуто ризики розміщення ОВДП із метою забезпечення його фінансування. Наголошено на участі різних суб'єктів у інвестуванні коштів у державні цінні папери на внутрішньому ринку, проаналізовано вплив такої участі на фінансову стабільність, стійкість банківського сектору, розвиток економіки, діяльність державних банків. Висвітлено питання проведення репрофайлінгу заборгованості за ОВДП між урядом і центральним банком. Визначено ризики участі комерційних банків у фінансуванні державних облігацій. Надано пропозиції й рекомендації, спрямовані на обмеження використання ОВДП для стримування накопичення державного боргу.

**Ключові слова:** дефіцит державного бюджету, фінансування державного бюджету, державні запозичення, боргові цінні папери, дефіцитно-боргове коригування, державний борг, ризики розміщення ОВДП.

**Рис. 4. Табл. 5. Літ. 21.**

**Vasyl Kudrjashov**

Dr. Sc. (Economics), Professor, Emeritus of Science and Technology of Ukraine, SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, kvp.kudrya@gmail.com

## USE OF DGB IN PUBLIC LOANS MANAGEMENT

**Abstract.** The analysis of the dynamics of indicators of state borrowing, using the debt securities placed by the government on the domestic market, is carried out. The reasons for their growth in recent years in the public loans management in Ukraine are disclosed. It is established that the increase in the public debt is due not so much to the growth of the state budget deficit as to the need to repay obligations and conduct active operations (within the framework of financing the state budget). Particularly important are operations on budget support for state-owned corporations that are related to deficit-debt adjustment. The analysis of risks and features of domestic government bonds (DGB) placement aimed at ensuring the financing of the state budget (by nomination in different currencies, the focus on the use of the attracted resource, dynamics of indicators of their profitability) is conducted. Conclusions are made on the participation of various groups of investors (central bank, commercial banks, state banks, legal entities and individuals, as well as non-residents) in investments in DGB. The influence of such participation on the maintenance of the financial resilience, stability of the banking sector, economic development, and the activities of state banks are determined. It is noted that the aggravation of the risks of financing the state budget with the use of DGB mechanisms

© Кудряшов В. П., 2018

leads to their reprofiling between the government and the central bank. The participation of commercial banks in the acquisition of government bonds leads to an increase in the risks of lending to the real sector of the economy. It is concluded that the policy of using DGB in order to secure the state budget financing continues in 2018. The author proposes ways to reduce the use of DGB mechanisms in the management of public debt.

**Keywords:** state budget deficit, state budget financing, state borrowing, debt securities, deficit-debt adjustment, public debt, risks of DGB placement.

**JEL classification:** H61, H63, H81.

**В. П. Кудряшов**

доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідуючий відделом державних фінансів НИФІ "Академія фінансового управління", Київ, Україна

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ОВГЗ В УПРАВЛЕНИИ  
ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ЗАИМСТВОВАНИЯМИ**

**Аннотация.** Проанализирована динамика показателей государственных заимствований в Украине, выяснены причины их роста и особенности размещения на внутреннем финансовом рынке. Раскрыта роль ОВГЗ в управлении государственным долгом, изменении его величины и структуры. Установлено, что увеличение государственного долга обусловлено не столько ростом дефицита госбюджета, сколько необходимостью погашения обязательств и проведения активных операций (в рамках финансирования госбюджета). Большое внимание уделено расширению поддержки государственных корпораций путем использования ресурса госбюджета, рассмотрены риски размещения ОВГЗ с целью обеспечения его финансирования. Сделан акцент на участии различных субъектов в инвестировании средств в государственные ценные бумаги на внутреннем рынке, проанализировано влияние такого участия на финансовую стабильность, устойчивость банковского сектора, развитие экономики, деятельность государственных банков. Освещены вопросы проведения репрофайлинга задолженности по ОВГЗ между правительством и центральным банком. Определены риски участия коммерческих банков в финансировании государственных облигаций. Приведены предложения и рекомендации, направленные на ограничение использования ОВГЗ для сдерживания накопления государственного долга.

**Ключевые слова:** дефицит государственного бюджета, финансирование государственного бюджета, государственные заимствования, долговые ценные бумаги, дефицитно-долговая корректировка, государственный долг, риски размещения ОВГЗ.

Останніми роками в Україні утримуються високі показники фінансування державного бюджету, при цьому більша його частка залучалася шляхом запозичень. Кошти мобілізувалися із внутрішніх і зовнішніх джерел у різній формі та за допомогою кількох механізмів. В управлінні державними зобов'язаннями перевага віддавалася залученню ресурсу з використанням боргових цінних паперів, зростали обсяги їх емісії на внутрішньому й зовнішньому фінансових ринках. Було істотно розширено операції з ОВДП, номінованими в національній та іноземних валютах. Завдяки цьому вдалося розв'язати проблеми фінансування державного бюджету. Водночас виявилися нові ризики, що потребують врахування при проведенні державної фінансової політики.

Важливі положення щодо управління державними фінансами загалом та державними борговими зобов'язаннями зокрема містяться в низці наукових праць Л. Бальцеровича, Ш. Бланкарта, В. М. Гейця, Т. І. Єфименко, В. Й. Башка, Т. П. Богдан, С. С. Гасанова [1–12]. Водночас потребують аналізу питання, пов'язані з подальшим використанням боргових цінних паперів у фінансуванні державного бюджету України, раціоналізацією форм і механізмів їх розміщення, погашенням та обслуговуванням запозичень, нейтралізацією їх негативного впливу на розвиток економіки й розв'язання соціальних проблем, недопущенням загострення ризиків розбудови фіскальної сфери тощо.

Метою статті є аналіз використання боргових цінних паперів в управлінні державними запозиченнями України, виявлення ризиків їх застосування та розроблення підходів з їх обмеження.

Ресурси для фінансування держбюджету залучаються за допомогою різних механізмів, таких як запозичення, фінансування за активними операціями, надходження від приватизації державного майна. Державні запозичення здійснюються у формі залучення кредитів, позик; із використанням інших форм заборгованості, боргових цінних паперів. Кошти на основі кредитних операцій зазвичай надаються уряду національними й зарубіжними банками. Ресурс із метою забезпечення фінансування держбюджету може також залучатися шляхом запозичень від міжнародних фінансових організацій, іноземних органів управління та з інших джерел.

Зростання державних запозичень, як правило, є наслідком підвищення фіскальних ризиків, зокрема помітного збільшення видатків державного бюджету, бюджетної підтримки державних корпорацій; утримання тарифів на енергоносії, що істотно відрізняються від ринкових цін; використання системи оподаткування, недостатньо орієнтованої на підтримку економічного зростання; розбалансування дохідної й витратної частин державних соціальних фондів. Значний вплив чинять зміни в грошово-кредитній сфері (курсу національної валюти, рівня інфляції, процентних ставок на фінансовому ринку).

Протягом 2012–2017 рр. переважна частина ресурсу для фінансування державного бюджету України залучалася шляхом здійснення запозичень, здебільшого розміщення боргових цінних паперів, що призвело до нарощення державного боргу (рис. 1).

Заборгованість уряду за борговими цінними паперами досягла максимуму у 2013 р. – 81,83 % державного боргу. На інші джерела фінансування держбюджету у структурі запозичень (перед банківськими установами, МФО, іноземними органами управління та іншими позичальниками) припадала порівняно незначна її частка. У 2014–2015 рр. частина запозичень у формі розміщення державних цінних паперів була замінена на позики від МФО, в т. ч. МВФ, іноземних органів управління. Їхня частка у 2013 р. становила 17,56 % загального обсягу державного боргу, у 2014 р. – 22,55, у 2015 р. – 30,80 %. Починаючи з 2016 р. частка боргових цінних паперів у фінансуванні державного боргу збільшується, натомість зменшилася заборгованість перед МФО, зокрема МВФ. Водночас зростає заборгованість перед іноземними органами управління.

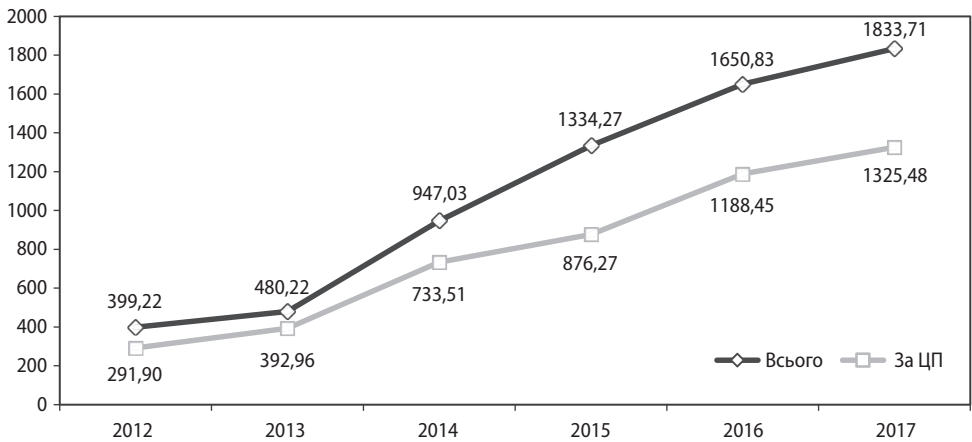


Рис. 1. Динаміка показників державного боргу та зобов'язань за борговими цінними паперами протягом 2012–2017, млрд грн

Джерело: Борг. Боргова статистика / М-во фінансів України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/borhova-statystyka>.

Показники загального обсягу державних запозичень відображають не лише зобов'язання, розміщені протягом поточного року, а й позики, не погашені в попередні періоди. Навантаження на держбюджет зростає, коли центральний уряд бере на себе фінансування неспецифічних бюджетних операцій, таких як бюджетна підтримка державних корпорацій, окремих державних установ, державних соціальних фондів, а також місцевих органів державного управління<sup>1</sup>. Ці операції зазвичай не призводять до збільшення дефіциту, проте потребують розширення фінансування держбюджету шляхом збільшення запозичень. Державні запозичення зростають також у разі збільшення фінансування зобов'язань, пов'язаних із наданням державних гарантій суб'єктам господарської діяльності (резидентам і нерезидентам).

Упродовж аналізованого періоду щорічні показники державних запозичень були досить високими (табл. 1). Хоча з 2015 р. темпи їх зростання почали знижуватися, це майже не позначилося на їх рівні. Частково окреслена тенденція була перервана у 2016 р., однак у 2017 р. вона відновилася<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Зокрема, Законом “Про Державний бюджет України на 2017 рік” було передбачено здійснення випусків ОВДП для придбання акцій додаткової емісії банків (ст. 16), обміну на векселі Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ст. 17) із відповідним збільшенням показників фінансування державного бюджету та коригуванням граничних обсягів державного боргу.

<sup>2</sup> Основною причиною зростання державного та гарантованого державою боргу у 2017 р., на думку фахівців Міністерства фінансів України, стало фінансування держбюджету шляхом державних запозичень (за рахунок залучення коштів від ЄС, випуску ОЗДП, капіталізації ПАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України”, ПАТ “Державний ощадний банк України” і ПАТ КБ “ПриватБанк”, девальвації національної валюти, курс якої відносно долара США підвищився з майже 27,2 грн/дол. США на кінець 2016 р. до близько 28,1 грн/дол. США на кінець грудня 2017 р. (див.: Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.12.2017) / М-во фінансів України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>).

Таблиця 1. Динаміка показників державних запозичень у 2014–2017 рр., млрд грн

Показники	2014	2015	2016	2017
Запозичення, всього	322,65	514,09	307,66	478,70
внутрішні	227,62	98,98	246,41	375,27
зовнішні	95,03	415,11	61,25	103,43
Запозичення у формі цінних паперів, усього	241,76	400,26	291,31	454,13
внутрішні	230,00	98,98	246,41	375,27
зовнішні	11,76	301,28	44,90	78,86

Джерело: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Держ. казнач. служба України.  
URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

Розміщення запозичень на внутрішньому й зовнішньому ринках відбувалося з істотними змінами (табл. 1). У 2015 р. внутрішні державні запозичення різко знизились, а до 2017 р. зросли. Натомість зовнішні державні зобов'язання помітно збільшилися у 2015 р. та зменшилися у 2016 р.

Нарощення внутрішніх запозичень у 2016 р. було зумовлене одразу кількома чинниками. Зокрема, збільшилися видатки держбюджету, котрі не перекривалися мобілізованими доходами, внаслідок чого зберігався чималий дефіцит. Водночас державні боргові зобов'язання зростали значно вищими темпами порівняно з дефіцитом. Різке зменшення внутрішніх запозичень за планами на 2018 р. відображає наміри уряду збільшити обсяги надходжень від приватизації державного майна. Слід також звернути увагу на те, що зовнішні запозичення після стрибка у 2015 р. мали тенденцію до зниження, а з 2016 р. почали потроху зростати. У складі державних запозичень підвищилася частка позик, залучених шляхом розміщення боргових цінних паперів, емітованих центральним урядом на внутрішньому й зовнішньому фінансових ринках.

Частка заборгованості органів державного управління за випущеними борговими цінними паперами у 2016 р. виявилася найбільшою у структурі державного боргу – 71,84 %. Заборгованість за цінними паперами, розміщеними на внутрішньому ринку, становила 56,33 % загального боргу, а на зовнішньому – 43,67 %. При цьому зобов'язання за позиками, не оформленими емісією цінних паперів на зовнішньому ринку, у 2016 р. дорівнювали 462,38 млрд грн, або 28,01 % загальної суми державного боргу. З урахуванням розміщення державних цінних паперів на цьому ринку зовнішня заборгованість становила 980,18 млрд грн, або 82,65 % загальної суми державної заборгованості, а внутрішні зобов'язання (з урахуванням позик від НБУ) – 670,64 млрд грн, або 59,38 %. Заборгованість за цінними паперами на внутрішньому ринку перевищувала позики на зовнішні запозичення (з використанням боргових цінних паперів) на 150,33 млрд грн, або на 9,11 в. п. відносно загальної суми державного боргу (40,48 – 31,37 %).

Відповідно до Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017–2019 роки, основними факторами зростання державного боргу у

2014–2016 рр. стали: девальвація національної валюти; фінансування дефіциту державного бюджету; підтримка фінансової системи; підтримка ПАТ КБ “ПриватБанк”; кредитування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО); випуск ОВДП для капіталізації НАК “Нафтогаз України”, для надання субвенцій із державного бюджету місцевим бюджетам на проведення розрахунків за природний газ, для компенсації різниці в тарифах на виробництво теплової енергії; випуск ОВДП із метою відшкодування ПДВ [13].

Відзначалися істотні зміни показників розміщення державних боргових цінних паперів на внутрішньому й зовнішньому ринках (рис. 2). Різне збільшення емісії державних боргових цінних паперів зафіксовано у 2015 і 2017 рр. До речі, такі запозичення у 2015 р. пояснювалися виключно нарощенням зобов'язань на зовнішніх ринках за помітного зменшення залучень на внутрішньому ринку. У 2016 р. зовнішні запозичення істотно скорочено, а внутрішні збільшено.

Для 2017 р. характерні високі темпи зростання внутрішньої заборгованості за борговими цінними паперами на тлі порівняно незначного збільшення зовнішньої складової. Переважна частина додаткових державних запозичень спрямовувалася на погашення зобов'язань за державними цінними паперами (табл. 2).

Найвищих показників державних зобов'язань було досягнуто у 2015 і 2017 рр. унаслідок зростання обсягу погашення запозичень за борговими цінними паперами. Винятком став 2016 р., у якому їх величина зменшилася

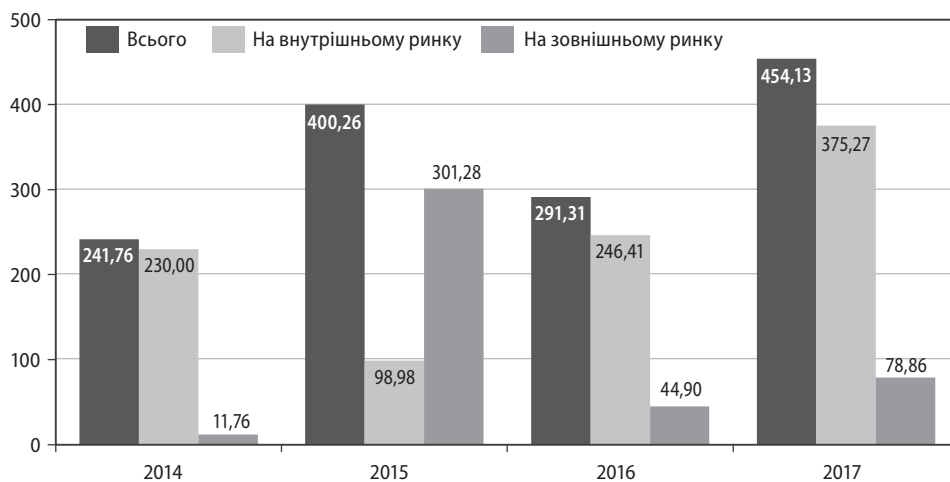


Рис. 2. Динаміка емісії державних боргових цінних паперів (загальні обсяги, запозичення на внутрішньому й зовнішньому ринках) у 2014–2017 рр., млрд грн

Джерело: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Держ. казнач. служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : закон України від 07.12.2017 № 2246-VIII. Додаток 2. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.



Таблиця 2. Динаміка показників погашення державних запозичень і зобов'язань за борговими цінними паперами уряду впродовж 2014–2017 рр., млрд грн

Показники	2014	2015	2016	2017
Погашення державних запозичень, усього	-120,82	-416,59	-111,41	-363,50
внутрішніх	-68,04	-91,17	-102,37	-297,03
зовнішніх	-52,78	-325,42	-9,04	-66,47
Погашення зобов'язань за борговими цінними паперами, всього	-82,67	-391,26	-121,23	-338,29
внутрішніх	-70,79	-91,03	-102,24	-296,90
зовнішніх	-11,88	-300,23	-18,99	-41,39

Джерело: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Держ. казнач. служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

(порівняно з попереднім роком) на 27,22 % через різке зниження показника погашення зобов'язань за державними цінними паперами.

Підвищення показників запозичень у 2017 р. пояснюється переважно збільшенням погашення зобов'язань. Обсяги видатків і кредитування (порівняно з показниками, досягнутими за 2016 р.) теж зростали – на 22,54 та 12,65 % відповідно, як і доходи (на 22,54 %). Результатом стало скорочення бюджетного дефіциту.

Законом “Про Державний бюджет України на 2018 рік” передбачено збільшення дефіциту бюджету (загального фінансування) порівняно з показником, досягнутим у 2017 р., на 32,80 млрд грн, до 80,65 млрд грн. Водночас обсяги запозичень заплановано зменшити більш ніж удвічі. Для фінансування операцій із погашення запозичень, покриття дефіциту та придбання неборгових цінних паперів уряд запланував у 2018 р. здійснити запозичень на 231,96 млрд грн, забезпечити надходження від приватизації державного майна в обсязі 21,30 млрд грн, а також збільшити обсяги використання бюджетних коштів на 3,91 млрд грн.

На 2018 р. передбачено збільшити видатки порівняно з попереднім роком на 18,25 %. При цьому доходи держбюджету за підсумками 2018 р. мають зрости проти 2017 р. на 15,78 %. Окрім того, істотно розширюються обсяги кредитування держбюджету (в 3,65 раза) [14], що призведе до підвищення бюджетного дефіциту.

Стосовно залучення ресурсу з використанням державних боргових цінних паперів теж спостерігалися помітні зміни. У 2014 р. переважна його частина була забезпечена за рахунок внутрішніх запозичень. А значного зростання запозичень за цінними паперами у 2015 р. було досягнуто шляхом різкого збільшення зовнішніх зобов'язань та зменшення їх внутрішньої складової. За підсумками 2016 р. спостерігалися протилежні тенденції: стрімке зростання обсягу розміщення боргових цінних паперів урядом на внутрішньому ринку та зниження на зовнішньому. У свою чергу, збільшення запозичень за борговими цінними паперами у 2017 р. було забезпечене в

основному за рахунок нарощування внутрішніх зобов'язань і лише частково зовнішніх (рис. 3). При цьому обсяги внутрішніх запозичень у 2014 р. переважають зовнішні на 218,24 млрд грн, натомість у 2015 р. зовнішні зобов'язання перевищували внутрішні на 202,30 млрд грн; за підсумками 2016 р. внутрішні запозичення виявилися вагомими від зовнішніх на 201,51 млрд грн, а в 2017 р. – на 296,41 млрд грн.

Частка боргових цінних паперів у структурі державних запозичень на внутрішньому ринку сягнула 100 %, що є свідченням забезпечення публічності розміщення державних запозичень. Разом із тим частка зовнішніх зобов'язань за державними цінними паперами наближалася до 77 % (рис. 4).

На внутрішньому ринку державні зобов'язання розміщувалися з номінацією їх у національній і зарубіжних валютах (табл. 3). Левова їх частка припадала на ОВДП, номіновані в гривнях. Упродовж 2012–2016 рр. відзначалося зростання показника розміщення ОВДП, особливо у 2014 р. (у 3,11 раза порівняно з попереднім роком). Зниження цього показника відбулось у 2017 р. (див. табл. 3).

Найістотнішими обсяги залучення ресурсу з використанням ОВДП, номінованих у іноземній валюті, були у 2013 р., коли вони сягнули 7,68 % всього випуску державних облігацій. До 2015 р. включно спостерігалася тенденція їх зменшення. Різке збільшення зафіксоване у 2016 р., а в 2017 р. – знову зниження.

Емісія ОВДП, номінованих у національній валюті, використовувалася не лише для залучення ресурсу з метою погашення поточних зобов'язань і бюджетного дефіциту, а й для фінансування витрат на проведення активних операцій. Найістотнішою підтримка статутних капіталів державних

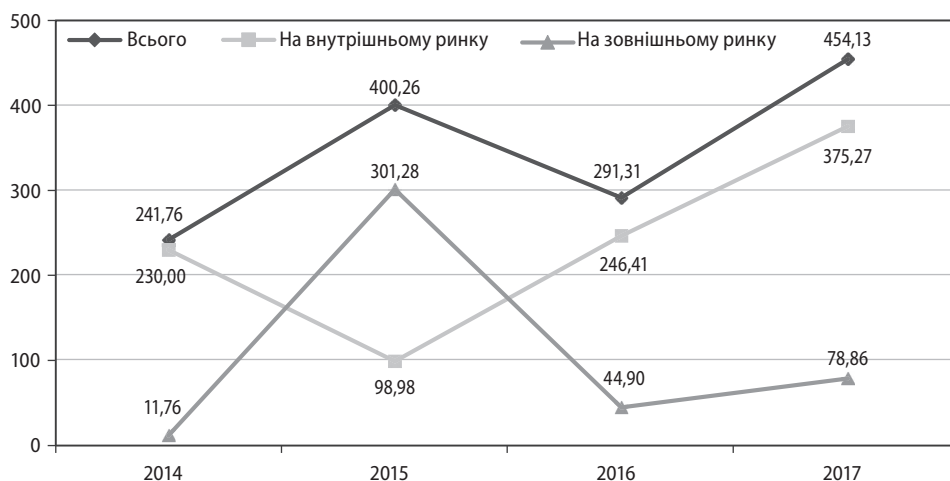


Рис. 3. Динаміка запозичень за борговими цінними паперами у 2014–2017 рр., млрд грн

Джерело: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Держ. казнач. служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.



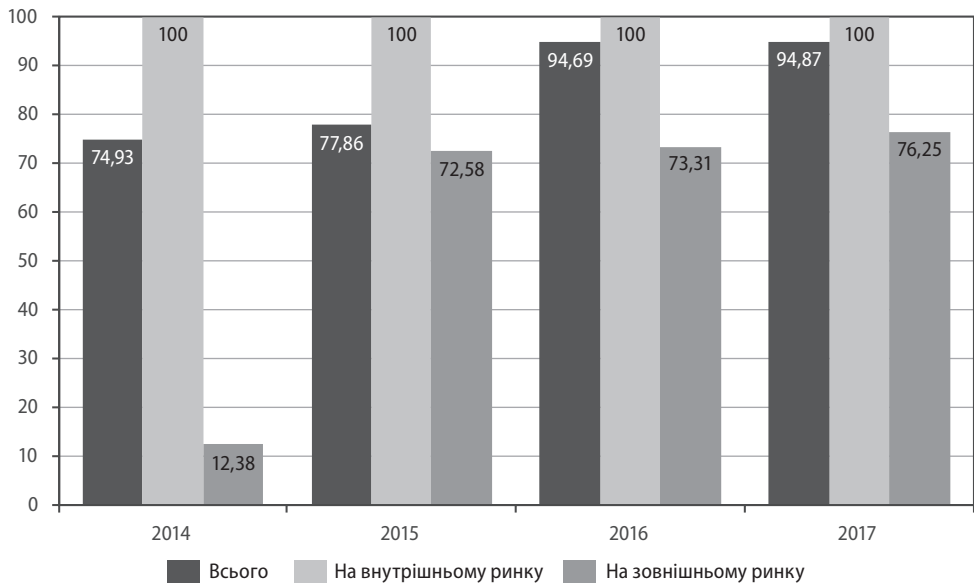


Рис. 4. Динаміка частки боргових цінних паперів у загальній сумі запозичень уряду протягом 2014–2017 рр., %

Джерело: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Держ. казнач. служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

корпорацій була у 2016 р., коли вона сягнула 72,95 % всього обсягу емісії ОВДП, номінованих у гривнях. У 2017 р. таку підтримку було дещо зменшено, однак вона й надалі залишалася визначальним фактором емісії, становлячи 68,34 % її обсягу, номінованого в національній валюті.

За даними Міністерства фінансів України, для проведення капіталізації державних банків у 2017 р. здійснено випуск ОВДП на суму 70,7 млрд грн.

Таблиця 3. Показники розміщення ОВДП на внутрішньому первинному ринку у 2012–2017 рр.

Рік	Загальна сума, млрд грн	ОВДП, номіновані в гривнях				Номіновані в доларах США		Номіновані в євро	
		Сума, млрд грн	СЗД*, %	СЗД до коштів, залучених до бюджету	Для збільшення статутних капіталів, млрд грн	Сума, млрд дол. США	СЗД, %	Сума, млрд євро	СЗД, %
2012	46,56	42,95	12,94	13,56	–	0,29	8,92	0,32	4,80
2013	70,60	65,22	13,13	12,96	1,40	5,31	7,63	0,11	4,80
2014	219,24	218,05	13,44	15,24	16,60	0,79	5,80	0,40	7,50
2015	85,66	85,02	13,07	17,00	3,84	0,64	8,74	–	–
2016	169,39	166,24	9,16	14,86	121,27	3,01	7,29	0,14	4,00
2017	105,40	103,46	10,47	15,02	70,70	1,81	4,80	0,13	3,95

\* СЗД – середньозважена дохідність.

Джерело: Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

Зокрема, капітал ПАТ “Державний експортно-імпортний банк України” збільшено на 7,72 млрд грн, ПАТ “Державний ощадний банк України” – на 14,62 млрд, ПАТ КБ “ПриватБанк” – на 48,36 млрд грн [15].

Зберігаються доволі високі показники середньозваженої дохідності ОВДП. Щодо зобов'язань, номінованих у гривнях, вона досягла піку у 2014 р. Помітне її зниження спостерігалось у 2016 р., проте у 2017 р. дохідність цих зобов'язань знову зростає. Варто звернути увагу також на середньозважену дохідність ОВДП відносно коштів, залучених до державного бюджету: їх рівень значно перевищував показники дохідності розміщення ОВДП (окрім 2013 р.), що спричинено збільшенням ресурсу, спрямованого на фінансування активних операцій.

Слід зазначити, що дохідність ОВДП, номінованих у іноземній валюті, теж була досить високою. У 2015 р. середньозважена дохідність державних облігацій, номінованих у доларах США, котра кілька років поспіль знижувалася, помітно зростає. Лише у 2017 р. вона дещо зменшилася. Пікового значення дохідність ОВДП, номінованих у євро, сягнула у 2014 р., коли було перевищено навіть рівень дохідності ОВДП, номінованих у доларах США.

Досить важливу роль в управлінні державними борговими цінними паперами відіграє їх розподіл між різними групами інвесторів. Придбання цінних паперів (як на первинному, так і на вторинному фінансовому ринку) передбачає оплату їхньої ринкової вартості емітенту або покупцю (в разі купівлі на вторинному ринку) та набуття прав на погашення й обслуговування боргу з боку емітента. Коли суб'єкти фінансової діяльності утримують державні облігації у своїх інвестиційних портфелях протягом тривалого періоду, обмежується їх обіг на вторинному ринку, а отже, зменшується вплив ринкових факторів на операції з ОВДП. Водночас концентрація значних пакетів облігацій у окремих вкладників зумовлює посилення їх впливу на діяльність емітента (у вирішенні питань відстрочення, рефінансування, консолідації, дострокового погашення позик). Разом із тим для емітента спрощуються умови розв'язання таких проблем на основі укладання відповідних угод із власниками великих пакетів боргових цінних паперів, спрямованих на проведення операцій рефінансування боргу.

Упродовж останніх років відбувалися зміни в обсягах і структурі портфелів ОВДП із боку інвесторів (табл. 4). Переважна частина державних облігацій залучалася центральним та комерційними банками, включаючи державні. У 2007 р. НБУ взагалі не брав участі у придбанні ОВДП: вони розподілялися переважно між комерційними банками й нерезидентами. З 2008 р. центральний банк почав брати досить активну участь у купівлі ОВДП. Надалі відзначалося поступове збільшення обсягу державних облігацій у його портфелі (в окремі роки частка НБУ дещо знижувалася, але потім знову зростала), а їх максимуму було досягнуто у 2015 р.

Частка банків у володінні ОВДП знижувалася до 2015 р., після чого почала зростати (див. табл. 4). Характерно, що у складі портфеля банківських уста-

Таблиця 4. Динаміка обсягів і структури портфелів ОВДП за суб'єктами вкладень у 2007–2017 рр.

Рік	Усього	Облігації, що перебувають у власності							
		НБУ		банків		інших суб'єктів		нерезидентів	
		млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми	млрд грн	% до загальної суми
2007	9,36	–	–	5,60	59,83	1,55	16,56	2,21	23,61
2008	17,61	8,55	48,55	5,37	30,50	3,18	18,05	0,51	2,90
2009	71,05	42,41	59,69	19,22	27,05	8,92	12,55	0,50	0,71
2010	136,19	64,23	47,17	53,80	39,51	6,90	5,07	11,26	8,27
2011	157,63	84,76	53,78	57,74	36,62	10,68	6,77	4,45	2,83
2012	185,82	105,57	56,81	66,05	35,55	8,76	4,71	5,44	2,93
2013	457,65	318,13	69,51	93,43	20,42	24,55	5,36	11,97	4,83
2014	667,56	381,94	57,21	255,47	38,27	23,69	3,55	21,54	4,71
2015	505,18	389,94	77,19	81,58	16,15	11,19	2,22	22,47	4,44
2016	667,56	381,94	57,21	255,47	38,27	23,69	3,55	6,46	0,97
2017	750,27	360,57	48,06	360,80	48,09	23,68	3,15	5,22	0,70
2018*	745,08	354,32	47,55	349,04	46,85	28,58	3,84	13,14	1,76

\* Станом на 27 лютого.

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

нов більша частина ОВДП була зосереджена в державних банках<sup>1</sup>. На початку 2018 р. ОВДП, які перебувають у обігу, мали тенденцію до зниження. Зменшується частка портфеля державних облігацій НБУ, а також банків, натомість збільшується участь інших вкладників (фізичних і юридичних осіб) та нерезидентів.

Про утримання значних обсягів ОВДП у портфелі центрального банку свідчить внесення коштів до держбюджету (у випадку емісії ОВДП із метою фінансування дефіциту) та до статутних капіталів державних банків або інших державних установ (у випадку їх використання для рекапіталізації корпорацій). Як у першому, так і в другому випадках погашення й обслуговування запозичень на користь центрального банку здійснюється за рахунок коштів держбюджету: погашення – за рахунок ресурсу, залученого в рамках фінансування бюджету, обслуговування – у складі видатків. Причиною спрямування бюджетного ресурсу на докапіталізацію державних банків стала неспроможність банків здійснювати її за власні кошти.

Таким чином, здійснюється перерозподіл ресурсу, мобілізованого органами державного управління, між урядом і центральним банком. Придбання

<sup>1</sup> За висновками експертів НБУ, обсяг ОВДП у власності державних банків перевищував пакет державних облігацій, що належить усім іншим банкам. Окрім того, державні банки мали найбільший портфель ОВДП, номінованих у іноземній валюті (див.: Про вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : рішення Ради Національного банку України від 31.10.2017 № 49-р. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/vr049500-17>).

останнім державних облігацій, емітованих із метою залучення ресурсу для фінансування дефіциту, передбачає перерахування на користь уряду коштів, необхідних для забезпечення видатків бюджету, а придбання ОВДП, випущених для докапіталізації, – внесення коштів до державних корпорацій у обмін на отримані облігації. Водночас ці корпорації передають додатково випущені акції (на суму емітованих облігацій) у володіння уряду. Крім того, доходи держбюджету поповнювалися завдяки коштам, що передаються до нього центральним банком, обсяг яких за підсумками 2017 р. становив 44,38 млрд грн (у 2016 р. – 38,16 млрд грн).

Джерелом таких перерахувань став прибуток центрального банку, отриманий після формування загальних та інших (переоцінки, фінансування інвестицій) резервів, котрий спрямовується на забезпечення основної функції (підтримання стабільності грошової одиниці) і стійких темпів економічного зростання. Законодавством передбачено, що НБУ підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей (забезпечення стабільності цін та банківської системи) [16].

Концентрація великих пакетів ОВДП у портфелі центрального банку дає йому змогу надавати вагому підтримку державним банкам (шляхом емісії державних облігацій для поповнення їхніх статутних капіталів), державним установам (за рахунок випуску ОВДП для фінансування ФГВФО, Державної іпотечної установи, Укравтодору), окремим місцевим органам державного управління, а також фінансувати одержавлення окремих банків (ПАТ КБ “ПриватБанк”). Спрямування ресурсу для надання такої допомоги істотно зменшує фінансовий потенціал НБУ щодо проведення операцій із забезпечення цінової стабільності та підтримки недержавних банків в умовах загострення ризиків їхньої діяльності, пов’язаних зі стрибкоподібними змінами курсу національної валюти та підвищенням інфляції<sup>1</sup>.

Участь центрального банку, а також інших державних банків у придбанні боргових цінних паперів уряду (як на первинному, так і на вторинному ринку) обмежує конкуренцію щодо їх купівлі з боку інших інвесторів. Такі операції не націлені на формування ринкових показників дохідності ОВДП: її рівень для сегмента державних облігацій визначається на основі домовленостей між урядом і державними банками, а приватні банки беруть участь у придбанні державних цінних паперів із урахуванням можливостей їх рефінансування з боку НБУ під заставу цінних паперів.

Утримання чималих обсягів ОВДП центральним банком спрощує реструктуризацію накопиченої за останні роки заборгованості уряду за державні облігації. Зростання обсягів останньої актуалізувало перегляд термінів і умов погашення зобов’язань уряду перед центральним банком із метою

<sup>1</sup> За оцінками експертів НБУ, протягом 2014–2016 рр. центральний банк був змушений викуповувати ОВДП, за рахунок емісії яких фінансувався квазіфіскальний дефіцит. Це обмежувало його незалежність і можливість проводити ефективну монетарну політику, породжувало значні ризики для фінансового й валютного ринків (див.: Звіт про фінансову стабільність. Грудень 2016. С. 14 / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40819104>).

уникнення пікових навантажень на державний бюджет. У 2017 р. Кабміном ініційовано проведення репрофайлінгу (реструктуризації заборгованості уряду перед НБУ з погашення й обслуговування ОВДП), що здійснюється шляхом заміни частини облігацій із терміном погашення у 2017–2020 рр. на ОВДП зі строком погашення у 2025–2040 рр. [17]. Результатом таких дій стало перенесення частини платежів із погашення позик на пізніший час, а також вирівнювання розмірів щорічних платежів із боку уряду. Крім того, запроваджено новий порядок розрахунку дохідності облігацій для диверсифікації процентних ризиків.

За оцінками НБУ, пакет ОВДП у власності державних банків у 2017 р. становив 107 млрд грн [18], або 14,26 % їх загального обсягу та 29,66 % державних облігацій, зосереджених у портфелі банківської системи. З урахуванням участі центрального банку, в портфелях державних банків утримувалося 62,32 % всіх ОВДП, що перебували в обігу.

Фінансування держбюджету за кошти державних банків (окрім центрального), з одного боку, зменшує їхній ресурс, який має спрямовуватися в реальну економіку, внаслідок чого виникає ефект витіснення<sup>1</sup>; з другого – відображає бюджетну підтримку установ, котрі виявляються неспроможними фінансувати поступальний розвиток самотужки. Водночас докапіталізація державних корпорацій із використанням механізмів ОВДП посилює навантаження на державний бюджет і потребує збільшення його фінансування.

Варто зауважити, що для державних банків така підтримка теж не спрямована на підвищення ефективності їхньої діяльності, оскільки значна частина кредитного портфеля банків формується без урахування ринкових імперативів. Прийняття рішень менеджментом обмежується втручанням органів державного управління, що нерідко вимагають надавати кредити підприємствам, чиї фінансові показники не відповідають вимогам кредитування з боку приватних банків. Як наслідок, зростає частка непрацюючих кредитів. Нерідко уряд змушує менеджмент приймати рішення щодо надання окремим компаніям кредитів за нижчою процентною ставкою, ніж ринкова. Намагання розв'язати фіскальні проблеми за допомогою державних банків призводить до погіршення якості кредитного портфеля останніх.

За висновками фахівців НБУ, збільшення статутних капіталів державних банків має здійснюватися за рахунок їхнього прибутку або вливання приватного капіталу, а не шляхом додаткових емісій ОВДП. Перекладання проблем капіталізації банків на держбюджет є ознакою низької ефективності їхньої діяльності (й відповідної результативності їхніх операцій у сфері кредитування економіки) через втручання органів державного управління в процес прийняття управлінських рішень державними банками [18; 19].

---

<sup>1</sup> За визначенням Ради НБУ, переспрямування коштів банків на кредитування уряду зумовлює заміщення банківських кредитів підприємствам та витіснення внутрішніх приватних інвестицій (див.: Про вплив державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : рішення Ради Національного банку України від 31.10.2017 № 49рд. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/vr049500-17>).

Також відбулися зміни в участі інших інвесторів (юридичних і фізичних осіб) у володінні пакетами ОВДП: після досягнення найвищого рівня у 2008 р. вона почала стрімко зменшуватися; зростання спостерігалось лише з 2016 р. Нерезиденти теж мали чималу частку ОВДП у своїх портфелях у 2007 р., але впродовж 2008–2009 рр. вона різко скоротилася. Для 2010 р. було характерне її збільшення, проте надалі частка портфеля ОВДП у власності нерезидентів знову почала знижуватися. Найвищих показників у придбанні ОВДП нерезидентами досягнуто у 2014–2015 рр., однак уже у 2016–2017 рр. відзначалось їх зменшення. Втім, у 2018 р. обсяги участі нерезидентів, а також їхня частка у структурі загальної суми емісії державних облігацій різко зросли. Таким чином, значних обсягів розміщення ОВДП серед юридичних і фізичних осіб нашої країни, а також нерезидентів досягнуто не було. У свою чергу, це спричинило збільшення участі в придбанні державних облігацій НБУ й державних банків.

Протягом 2017 р. відбулося зростання величини ОВДП<sup>1</sup>. При цьому сума ОВДП-ПДВ мала тенденцію до зменшення (табл. 5). Водночас примножились обсяги державних облігацій, номінованих у іноземній валюті, на 17,3 млрд грн, або на 16,21 % порівняно з 2016 р. Така динаміка зумовлена підвищенням показників облігацій як номінованих у доларах США (на 11,94 млрд грн, або на 11,75 %), так і в євро (на 5,19 млрд грн, або у 2,3 раза) [20].

Таблиця 5. Показники ОВДП, що перебувають у обігу, станом на 26 березня 2018 р., млрд грн

Показники	Усього	ОВДП у власності				
		НБУ	банків	юридичних осіб	фізичних осіб	нерезидентів
<b>ОВДП, разом</b>	<b>743,94</b>	<b>351,73</b>	<b>346,89</b>	<b>28,55</b>	<b>2,14</b>	<b>14,63</b>
Номіновані у гривнях	632,50	351,73	241,92	23,78	0,78	14,29
у т. ч. ОВДП-ПДВ	2,08	0,08	1,64	0,35	0,01	0
Номіновані в іноземній валюті	111,43	0	104,97	4,76	1,36	0,34
у доларах США	98,57	0	92,17	4,71	1,35	0,34
в євро	12,86	0	12,80	0,05	0,01	0

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

<sup>1</sup> Збільшення державних запозичень у 2017–2021 рр. пояснюється урядом необхідністю погашення значної частини внутрішніх запозичень, що здійснювалися з 2008 р. для капіталізації НАК “Нафтогаз України” та державних банків, внутрішніх запозичень в іноземній валюті для фінансування державного бюджету в 2016 р., а також виплат з погашення державного зовнішнього боргу перед Міжнародним валютним фондом та за частиною облігацій зовнішньої державної позики 2014–2016 рр. випусків. Залишаються також ризики, пов’язані з управлінням державним боргом, що зумовлені переважно необхідністю державної підтримки банківської системи шляхом капіталізації державних банків та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (див.: Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2017–2019 роки : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 01.12.2017 № 905. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>).



У 2018 р. для фінансування держбюджету й далі використовуються ОВДП. При цьому переважна частина емітованих державних облігацій (90,7 %) припадала на ОВДП терміном до одного року. Із січня по березень 2018 р. урядом випущено державних облігацій на загальну суму 17,41 млрд грн. Доволі високою залишається дохідність ОВДП, котра протягом останніх місяців навіть зростала (в січні середньозважена дохідність становила 16,11 %, а в лютому – 16,34 %) [21].

Водночас спостерігаються певні зміни показників їх обігу (див. табл. 5). Зменшився загальний обіг ОВДП, а також обсяг їх портфелів, зосереджених у центральному й комерційних банках. Натомість істотно зросло придбання державних облігацій юридичними та фізичними особами, а також нерезидентами. Подібні зміни сталися й щодо ОВДП, номінованих у національній валюті. Крім того, відзначалося падіння показників ОВДП-ПДВ. Чималими залишаються обсяги облігацій, номінованих у іноземній валюті, хоча мають тенденцію до зниження. При цьому переважна їх частина сконцентрована в портфелях комерційних банків (утім, їх кількість зменшується), разом із тим збільшується участь у придбанні таких ОВДП юридичних і фізичних осіб, а також нерезидентів.

Обсяги державних запозичень потребують обмеження, а їх структура – внесення істотних змін із метою більш раціонального розміщення та використання залученого ресурсу. Розв'язати окреслені завдання покликані такі заходи:

1. Обмеження використання ОВДП для підтримки державних корпорацій і установ, одержавлення приватних банків. Фінансування їх поступального розвитку має забезпечуватися за рахунок власного ресурсу, що передбачає запровадження принципів корпоративного управління та усунення органів державного управління від здійснення прямих впливів на їх діяльність.

2. Залучення ресурсу на фінансування держбюджету переважно за рахунок розміщення боргових цінних паперів на внутрішньому ринку; переорієнтація його використання на підтримку економічного зростання, а не фінансування поточних видатків.

3. Зменшення запозичень шляхом обмеження тіньових операцій, підвищення рівня оплати праці, раціоналізації видатків за рахунок скорочення непрофільних витрат, включаючи фінансування дефіциту державних соціальних фондів, поліпшення результативності його використання.

4. Спрямування боргової політики на активніше застосування внутрішніх боргових цінних паперів та недопущення різкого зростання їх зовнішньої складової. Основою таких змін має стати орієнтація на ширше залучення ресурсу (в ході розміщення державних боргових цінних паперів) з державного сектору економіки.

5. Розміщення боргових цінних паперів на внутрішньому ринку, не допускаючи досягнення пікових показників. Як правило, в подібних випадках посилюється негативний вплив фіскальної політики на економічне зростання та фінансову стабільність. Таке розміщення слід здійснювати переважно на середньо- й довгострокові, а не короткострокові періоди.

6. Націлення боргової політики на обмеження участі центрального банку в придбанні державних боргових цінних паперів на внутрішньому ринку, оскільки такі операції зменшують потенціал НБУ для забезпечення цінової стабільності та підтримки приватного сектору. Водночас варто вжити заходів щодо залучення ресурсу від інших (недержавних) інвесторів.

7. Обмеження участі державних банків у придбанні державних боргових цінних паперів, адже це зменшує обсяги кредитування реального сектору економіки. Участь державних банків у придбанні ОВДП (яка ініціюється органами державного управління та підтримується за рахунок бюджетного ресурсу) потребує заміщення шляхом створення більш належних умов для інвестицій в боргові цінні папери уряду з боку юридичних та фізичних осіб, а також нерезидентів.

8. Зменшення фінансових ризиків, а також витрат на погашення й обслуговування державних боргових цінних паперів, що стане основою зниження дохідності державних облігацій як на внутрішньому, так і на зовнішньому фінансовому ринку.

9. Розроблення та запровадження фіскальних правил, спрямованих на стримування державної заборгованості, досягнення її оптимальних обсягів і структури (на основі визначення безпечного рівня заборгованості, допустимих показників витрат на погашення боргу, граничних показників дохідності державних запозичень) із урахуванням заборгованості як центрального уряду, так і місцевих органів державного управління; неупереджений моніторинг і контроль їх виконання з боку парламенту та громадянського суспільства.

10. Прискорення приватизації майна державних підприємств і установ, котрі не мають стратегічного значення та потребують виведення з-під контролю політиків і переорієнтації на ринкові принципи господарювання; зменшення участі державних органів управління у господарських процесах. Результатом таких заходів стане збільшення надходжень до державного бюджету, що дасть можливість скоротити обсяги запозичень для його фінансування.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Нарощення державного боргу спричинене збільшенням державних запозичень, що досягали пікових показників у 2015 р., коли істотне зменшення внутрішніх надходжень було компенсоване використанням зовнішніх джерел, та у 2017 р., у якому відбулося різке зростання внутрішніх і скорочення зовнішніх позик.

Збільшення державної заборгованості зумовлене зростанням суми погашення зобов'язань. Активні операції (придбання неборгових цінних паперів) спрямовувалися на підтримку державних корпорацій і установ, одержавлення окремих банків. Порівняно незначну частину ресурсу, залученого в ході запозичень, було використано на покриття дефіциту державного бюджету.

Державні запозичення здійснювалися в основному шляхом розміщення боргових цінних паперів. За структурою переважало розміщення ОВДП на внутрішньому ринку, що проходило з номінацією їх у національній та іноземних валютах. Державні облігації випускалися головним чином у гривнях. Із 2016 р. чималі розміщення ОВДП здійснювалися з метою збільшення ста-

тутних капіталів державних корпорацій. Утримувалися досить високі показники середньозваженої дохідності ОВДП.

Лева частка державних облігацій залучалася центральним і комерційними банками. Накопичення портфеля ОВДП в управлінні НБУ відволікало ресурс, необхідний для підтримки цінової стабільності та банківського сектору. Водночас нарощення заборгованості уряду перед центральним банком із погашення й обслуговування державних облігацій призвело до загострення боргових ризиків. Із метою їх зниження було проведено операції репрофайлінгу (реструктуризації заборгованості уряду перед НБУ з погашення та обслуговування ОВДП).

У складі портфеля банківських установ великі обсяги ОВДП зосереджено в державних банках. Така політика стала фактором обмеження кредитування реальної економіки. Участь інших інвесторів (юридичних і фізичних осіб) у володінні пакетами ОВДП, а також нерезидентів виявилася незначною та не перетворилася на вагомий чинник фінансування держбюджету.

Політика використання ОВДП із метою забезпечення фінансування держбюджету проводиться й у 2018 р. (за підсумками січня – березня). Загальна сума їх емісії зменшується, проте залишається істотною. Відзначаються позитивні зміни в розміщенні державних облігацій на користь юридичних, фізичних осіб та нерезидентів. Однак фіскальні ризики залишаються досить високими, як і дохідність ОВДП. Переважна їх частина (90,7 % загального обсягу) випущена терміном до одного року. Більшість ОВДП, номінованих у іноземній валюті, перебуває в портфелях банків, а участь інших інвесторів, хоч і зростає, є недостатньою.

Стимування й обмеження накопичення державного боргу потребує суттєвих змін боргової політики, спрямованих на зменшення фінансування державного бюджету шляхом використання ОВДП.

### Список використаних джерел

1. *Balcerowicz L. et al. Economic Growth in the European Union.* Brussels, 2013.
2. *Morgan D. et al. Europe's Fiscal Crisis Revealed: An In-Depth Analysis of Spending, Austerity, and Growth.* 2014, June 6. 76 p. URL: <http://www.heritage.org/europe/report/europes-fiscal-crisis-revealed-depth-analysis-spending-austerity-and-growth#chapter1>.
3. *Бланкарт Ш.* Державні фінанси в умовах демократії: вступ до фінансової науки / пер. з нім. С. І. Терещенко та О. О. Терещенка ; передм. та наук. ред. В. М. Федосова. Київ : Либідь, 2000. 654 с.
4. *Башко В. Й.* Інституційно-правові механізми обмеження дефіциту бюджету. *Наукові праці НДФІ.* 2011. № 4. С. 70–86.
5. *Bogdan T., Havlik P.* From Fiscal Austerity towards Growth-Enhancing Fiscal Policy in Ukraine. *WIIW : ResearchReport 417.* 2017, April. URL: <https://wiiw.ac.at/from-fiscal-austerity-towards-growth-enhancing-fiscal-policy-in-ukraine-dlp-4189.pdf>.
6. *Гець В. М.* Особливості взаємозв'язку економічних та політичних трансформацій на шляху до реконструктивного розвитку України. *Економіка України.* 2017. № 10. С. 3–17.
7. *Iefimenko T.* Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Фінанси України.* 2016. № 3. С. 7–14.
8. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : у 2 т. / Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов та ін. ; за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко ; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2014. Т. 1. 760 с.

9. Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ : ДННУ "Акад. фін. управління", 2014. 712 с.
10. Удосконалення управління державними фінансами та реформування податкової системи України / за ред. Т. І. Єфименко. Київ : ДННУ "Акад. фін. управління", 2015. 446 с.
11. Науково-методичні засади статистичного аналізу стійкості державних фінансів / С. С. Гасанов, М. В. Пугачова, Л. О. Яценко та ін. Київ : ДННУ "Акад. фін. управління", 2013. 524 с.
12. Gasanov S. Structural policy and public finance under institutional uncertainty. *Фінанси України*. 2017. № 3. С. 7–18.
13. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2017–2019 роки : затв. постановою Кабінету Міністрів України від 01.12.2017 № 905. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>.
14. Виконання бюджетів. Виконання державного бюджету 2018 / Держ. казнач. служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=395503>.
15. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.12.2017) / М-во фінансів України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>.
16. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.
17. Про здійснення у 2017 році правочину з державним боргом : постанова Кабінету Міністрів України від 04.10.2017 № 748. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/748-2017-%D0%BF>.
18. Огляд банківського сектору. Вип. 6. Лютий 2018 / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=64628171>.
19. Звіт про фінансову стабільність. Червень 2016. С. 54–59 / Нац. банк України. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744>.
20. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.
21. Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

### References

1. Balcerowicz, L., Rzońca, A., Kalina, L. & Łaszek, A. (2013). *Economic Growth in the European Union*. Brussels.
2. Morgan, D., Boccia, R., Bourne, R. Howden, D., Alesina, A., Melchiorre, M., ... Marin, M. (2014, June 6). *Europe's Fiscal Crisis Revealed: An In-Depth Analysis of Spending, Austerity, and Growth*. Retrieved from <http://www.heritage.org/europe/report/europes-fiscal-crisis-revealed-depth-analysis-spending-austerity-and-growth#chapter1>.
3. Blankart, Sh. (2000). *Derzhavni finansy` v umovakh demokratiyi: vstup do finansovoyi nauky`* [Public finances in a democracy: an introduction to financial science]. Ky`yiv: Ly`bid` [in Ukrainian].
4. Bashko, V. J. (2011). Insty`tucijno-pravovi mekhanizmy` obmezheniya deficy`tu byudzhetu [The institutional and legal mechanisms for limiting budget deficits]. *Naukovi praci NDFI* [RFI Scientific Papers], 4, 70–86 [in Ukrainian].
5. Bogdan, T., Havlik, P. (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>.
6. Heyec`, V. M. (2017). Osobly vosti vzayemozv`yazku ekonomichny`kh ta polity`chny`kh transformacij na shlyakhu do rekonstrukty`vnoho rozvy`tku Ukrayiny` [Peculiarities of interrelationship of economic and political transformations on the way to reconstructive development of Ukraine's economy]. *Ekonomika Ukrayiny`* [Economy of Ukraine], 10, 3–17 [in Ukrainian].

7. Iefimenko, T. (2016). Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 3, 7–14.

8. Shlapak, O. V., Yefy`menko, T. I. (Eds.). (2014). *Modernizaciya finansovoyi sy`stemy` Ukrayiny` v procesi yevrointehraciyi* [Modernization of the financial system of Ukraine in the process of European integration]. (Vol. 1). Ky`yiv: DNNU “Akademiya finansovoho upravlinnya” [in Ukrainian].

9. Yefy`menko, T. I., Yerokhin, S. A. & Bohdan, T. P. (Eds.). (2014). *Borhova stijkist` derzhavny`kh finansiv* [The debt sustainability of public finances]. Ky`yiv: DNNU “Akademiya finansovoho upravlinnya” [in Ukrainian].

10. Yefy`menko, T. I. (Ed.). (2015). *Udoskonalennya upravlinnya derzhavny`my` finansamy` ta reformuvannya podatkovoyi sy`stemy` Ukrayiny`* [Improving public finance management and reforming Ukraine’s tax system]. Ky`yiv: DNNU “Akademiya finansovoho upravlinnya” [in Ukrainian].

11. Gasanov, S. S., Puhachova, M. V., Yashhenko, L. O. et al. (2013). *Naukovo-metody`chni zasady` staty`sty`chnoho analizu stijkosti derzhavny`kh finansiv* [Scientific and methodological principles of the statistical analysis of the sustainability of public finances]. Ky`yiv: DNNU “Akademiya finansovoho upravlinnya” [in Ukrainian].

12. Gasanov, S. (2017). Structural policy and public finance under institutional uncertainty. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 3, 7–18.

13. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2017). *Seredn`ostrokova stratehiya upravlinnya derzhavny`m borhom na 2017–2019 roky`* [Medium-term strategy for public debt management 2017–2019] (Decree No. 905, December 1). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF> [in Ukrainian].

14. The State Treasury Service of Ukraine. (n. d.). *Vy`konannya byudzhetyv. Vy`konannya derzhavnoho byudzhetu 2018* [Budget execution. Execution of the state budget 2018]. Retrieved from <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=395503> [in Ukrainian].

15. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). *Informacijna dovidka shhodo derzhavnoho ta harantovanoho derzhavoyu borhu Ukrayiny` (stanom na 31.12.2017)* [Information on the state and state-guaranteed debt of Ukraine (as of December 31, 2017)]. Retrieved from <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh> [in Ukrainian].

16. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *Pro Nacional`ny`j bank Ukrayiny`* [About the National Bank of Ukraine] (Act No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14> [in Ukrainian].

17. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2017). *Pro zdijsnennya u 2017 roci pravochy`nu z derzhavny`m borhom* [About the implementation in 2017 of a debt deal] (Decree No. 748, October 4). Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/748-2017-%D0%BF> [in Ukrainian].

18. National Bank of Ukraine. (2018, February). *Ohlyad bankivs`koho sektoru* [Overview of the banking sector], Iss. 6. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=64628171> [in Ukrainian].

19. National Bank of Ukraine. (2016, June). *Zvit pro finansovu stabil`nist`* [Financial stability report]. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744> [in Ukrainian].

20. National Bank of Ukraine. (n. d.). *OVDP, yaki znakhodyat`sya v obihu, za sumoyu osnovnoho borhu* [State bonds that are in circulation, on the amount of principal debt]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo> [in Ukrainian].

21. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Dokhidnist` OVDP na pervy`nnomu ry`nku, shhomisyacya* [State bonds on the primary market on a monthly basis]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo> [in Ukrainian].