

БОРГОВА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ: РЕАЛІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

© 2014 БЕНЧ Л. Я., КОРНАЦЬКА Р. М.

УДК 336.27

Бенч Л. Я., Корнацька Р. М. Боргова політика в Україні: реалії та перспективи

У статті висвітлено особливості боргової політики України в посткризовому періоді. Акцентовано увагу на необхідності стабілізації боргової ситуації у країнах із різними рівнями соціально-економічного розвитку. Виокремлено причини, проведено аналіз заходів, що реалізуються урядами для посилення платоспроможності країни та забезпечення необхідного для економічного розвитку бюджетного простору. Проаналізовано окремі ризики боргового портфеля України, що мають пріоритетне значення в процесі управління державним боргом. До них віднесено ризик високої частки заборгованості у структурі боргу, ризик рівня розвитку внутрішнього ринку запозичень та інші. З урахуванням світових прогресивних технологій реалізації боргової політики запропоновано напрями вдосконалення управління державним боргом в Україні. Це надасть можливість використати потенціал боргових фінансів як ефективний інструмент забезпечення макрофінансової стабільності та стійкого економічного зростання.

Ключові слова: боргова політика, управління державним боргом, борговий портфель, внутрішні та зовнішні запозичення, обслуговування державного боргу, рефінансування, пролонгація боргу, боргові ризики.

Бібл.: 31.

Бенч Лілія Ярославівна – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03068, Україна)

Корнацька Роксолана Михайлівна – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03068, Україна)

E-mail: roksolana_kor@ukr.net

УДК 336.27

Бенч Л. Я., Корнацька Р. М. Долговая политика в Украине: реалии и перспективы

В статье освещены особенности долговой политики Украины в посткризисном периоде. Акцентировано внимание на необходимости стабилизации долговой ситуации в странах с разными уровнями социально-экономического развития. Выделены причины, проведено анализ мероприятий, реализуемых правительствами для усиления платежеспособности страны и обеспечения необходимого для экономического развития бюджетного пространства. Проанализированы отдельные риски долгового портфеля Украины, имеющие приоритетное значение в процессе управления государственным долгом. К ним отнесены риск высокой доли задолженности в структуре долга, риск уровня развития внутреннего рынка заимствований и другие. С учетом мировых прогрессивных технологий реализации долговой политики предложены направления усовершенствования управления государственным долгом в Украине. Это позволит использовать потенциал долговых финансов как эффективный инструмент обеспечения макрофинансовой стабильности и устойчивого экономического роста.

Ключевые слова: долговая политика, управление государственным долгом, долговой портфель, внутренние и внешние заимствования, обслуживание государственного долга, рефинансирование, пролонгация долга, долговые риски.

Библ.: 31.

Бенч Лилия Ярославовна – кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03068, Украина)

Корнацька Роксолана Михайлівна – кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03068, Украина)

E-mail: roksolana_kor@ukr.net

UDC 336.27

Bench L. Y., Kornatska R. M. Debt Policy in Ukraine: Realities and Prospects

The article speaks about specific features of debt policy of Ukraine in the post-crisis period. It focuses on a necessity of stabilisation of the debt situation in countries with different levels of socio-economic development. It marks out reasons and analyses measures realised by governments for strengthening the country's solvency and ensuring the budget space required for economic development. It analyses individual risks of the debt portfolio of Ukraine that are of top importance in the process of the state debt management. These risks include the risk of high share of debt in the debt structure, risk of the level of development of internal market of borrowings, etc. Taking into account the world progressive technologies of realisation of the debt policy the article offers directions of improvement of the state debt management in Ukraine. This would allow use of the potential of debt finances as an efficient tool of ensuring macro-financial stability and sustainable economic growth.

Key words: debt policy, state debt management, debt portfolio, internal and external borrowings, state debt servicing, refinancing, debt prolongation, debt risks.

Bibl.: 31.

Bench Liliya Ya. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Finance, Kyiv National Economic University named after. V. Getman (pr. Peremogy, 54/1, Kyiv, 03068, Ukraine)

Kornatska Roksolana M. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Finance, Kyiv National Economic University named after. V. Getman (pr. Peremogy, 54/1, Kyiv, 03068, Ukraine)

E-mail: roksolana_kor@ukr.net

Боргова політика є іманентною складовою фіскально-бюджетної політики. Державні позики розширюють фінансові можливості бюджету, виступаючи інструментом збалансування в часі державних витрат і податкових надходжень. Актуалізація проблеми державного боргу у кризовому та посткризовому періодах потребує зміни підходів до використання боргових фінансів, пошуку нової парадигми боргової політики. Удосконалення боргової політики повинно здійснюватися в рамках реформування бюджетного процесу, переходу до бюджетування, орієнто-

ваного на результат, і створення стимулів для більш ефективного фінансування державного сектора. Впроваджуючи в бюджетний процес нові методи бюджетування, зокрема, щодо державного боргу, уряд повинен отримати максимальний ефект від використання державних позик.

Проблеми управління державним боргом досліджується в роботах багатьох українських і зарубіжних учених і практиків, зокрема: А. Алесіні, Р. Барро, Т. Богдан, Дж. Б'юкенена, І. Лютого, В. Гееця, В. Опаріна, К. Райнхарта, К. Рогоффа, М. Савастано, Дж. Стігліца, Р. Масгрейва, Ф. Модільяні,

Г. Табелліні, Дж. Тобіна, В. Федосова та інших. Віддаючи належне доробку вчених і практиків з проблематики боргової політики, слід зазначити, що в Україні недостатньо фундаментальних, практично орієнтованих наукових розробок, які висвітлюють комплекс питань щодо використання потенціалу боргових фінансів як інструменту забезпечення макрофінансової стабільності та стійкого економічного зростання. Дослідження даних проблем є необхідною передумовою для оптимізації стратегії та тактики управління державним боргом в Україні.

На сьогоднішній день багато країн повинні стабілізувати боргову ситуацію та посилити платоспроможність урядів, забезпечити необхідний для розвитку економіки бюджетний простір. У 2012 р. у країнах з розвинутою економікою державний борг склав 110,2% ВВП, а в країнах з ринками, що формуються, – 35,2% [1]. У країнах з ринками, що формуються, коефіцієнти боргу досягнули найвищого рівня вже на сьогоднішній день, а в більшості країн з розвинутою економікою їх стабілізація не очікується раніше 2014 – 2015 років [2]. Це пояснюється масштабом шоку і повільним відновленням економік, високими процентними ставками, що зумовлено негативним впливом невизначеності економічної політики та вразливості банків. Незважаючи на значний прогрес у відновленні стійкості державних фінансів завдяки заходам бюджетної консолідації, рівень вразливості бюджетів залишається досить високим. Тому в більшості країн зберігається необхідність у пролонгації державних боргів. За таких умов основними пріоритетами боргової політики залишаються реалізація середньострокових планів скорочення боргу та вдосконалення структури боргових портфелів.

Для вдосконалення боргової політики України необхідно законодавчо обмежити розміри державного боргу та запровадити фіскальні правила «нового покоління»; оптимізувати структуру боргового портфелю уряду; запровадити ефективну систему ризик-менеджменту.

Одним із поширених заходів попередження зростання заборгованості держави є встановлення граничних розмірів державного боргу. Законодавчі обмеження зростання державного боргу та використання залучених за допомогою позик коштів протягом багатьох десятиліть існують в окремих країнах. Так, у Великобританії фіскальна політика регламентується двома основними правилами: так званім «золотим правилом», згідно з яким впродовж економічного циклу уряд кошти від державних позик спрямовує лише на інвестиційні цілі, а не на фінансування поточних видатків і «правилом сталих інвестицій», відповідно до якого відношення чистого обсягу державного боргу до ВВП протягом економічного циклу має бути сталим. Використання законодавчо встановлених обмежень обґрунтовується і сучасною фінансовою наукою, зокрема, теорією суспільного вибору. Виходячи з постулатів теорії суспільного вибору, Дж. Б'юкенен акцентує увагу на поведінці індивідів. Досліджуючи політичні технології прийняття фінансових рішень, Дж. Б'юкенен і Г. Таллок стверджують, що сучасний демократичний бюджетний процес спричиняє перевищення фактичного обсягу державних бюджетів над їх оптимальною величиною [4. с. 243].

В Україні тривалий час були відсутні нормативно-правові документи, які б визначали основні принципи та напрями боргової політики уряду. Лише Бюджетним кодексом України визначено, що величина основної суми

державного боргу не повинна перевищувати 60% фактичного річного обсягу ВВП [5]. Такі важливі складові боргової політики, як боргова стратегія, механізми залучення коштів, пріоритетність джерел та інструментів боргових заповнень, а також напрями їх використання залишаються поза сферою регулювання законодавства. У різні періоди пропонувалися законопроекти, концепції, стратегії та інші нормативно-правові акти, метою яких було створення правової основи для боргової політики держави, проте жоден з цих документів так і не набрав чинності. У такій ситуації державні позики використовувалися, переважно, для вирішення короткострокових завдань фіскальної політики, а інвестиційний потенціал цього фінансового інструменту фактично ігнорувався.

У багатьох країнах ОЕСР довгострокові показники боргу визначаються значно нижчими, ніж мінімальний рівень їх стійкості. К. Райнхарт, К. Рогофф і М. Савастано зазначають, що допустимий розмір державного боргу для країн із ринками, що формуються, знаходиться на рівні набагато нижчому, ніж для розвинених країн [6]. Т. Вахненко на основі проведених розрахунків ще у 2006 р. стверджувала, що «з огляду на відсутність постійного доступу до зовнішнього фінансування, нестабільність податкових надходжень до державного бюджету та з точки зору спроможності обслуговування боргів максимально допустимою величиною державного боргу є сума на рівні 35% ВВП» [7. с. 458].

Для України його оптимальний рівень, відповідно, повинен бути нижчим, ніж для країн з розвинутою економікою внаслідок високих ризиків, значної частки боргу в іноземній валюті, нижчої ефективності державного сектора та недостатнього розвитку фінансового ринку та інституційного середовища. Узагальнюючи результати досліджень вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів, ми пропонуємо законодавчо закріпити максимально допустиму величину державного боргу України на рівні 35% ВВП.

Слід зазначити, що країни мають широкий діапазон рівнів чутливості до обсягів боргу. Обсяг боргу, який призвів би до кризи в одних країнах, може без особливих складнощів обслуговуватися в інших державах. Відмінність у чутливості країн до величини боргу залежить від рівня розвитку фінансових ринків, якості функціонування їх інфраструктури, стану боргових показників у попередні періоди. Розвинутий фінансовий сектор має високу абсорбційну спроможність, тобто можливість поглинути значну кількість зобов'язань держави залежать від рівня розвитку фінансового ринку та його інститутів. Отже, країна може покращити стабільність обслуговування боргу як шляхом зниження рівня боргового навантаження, так і шляхом реформування політики та інститутів.

У контексті зростання глобальних дисбалансів і поширення фінансових криз у 90-х роках минулого століття і світової економічної кризи 2008 – 2009 рр. активізувалися дослідження боргової стабільності. Забезпечивши стабільність обслуговування державного боргу, що передбачає дотримання встановлених показників та індикаторів, країни зменшують вразливість для фінансових криз. МВФ розробив методіку розрахунку індексу фіскального стресу, що виконує роль сигналу для оцінки ризиків порушення фіскальної стійкості і дозволяє визначити перелік факторів, які лежать в основі виникнення фіскальних стресів. У рамках даної методіки експерти МВФ розраховували критичні значення дванадцяти бюджетних і

боргових показників, які ґрунтуються на здобутках «системи раннього попередження» [8].

Оптимізація структури боргового портфелю держави та запровадження ефективної системи ризик-менеджменту є невід'ємними складовими середньо- та довгострокових боргових стратегій країн, спрямованих на забезпечення стійкості бюджетів та економічне зростання. Традиційно вважалося, що мінімізація ризиків боргового портфелю уряду має досягатися через оптимальне структурування боргових зобов'язань держави в розрізі валют, термінів запозичення, відсоткових ставок і конкретних інструментів запозичення. Досвід врегулювання фінансово-економічної кризи 2007 – 2009 рр. засвідчив необхідність формування структури державного боргу з урахуванням ще й таких чинників, як рівень боргу, ступінь гнучкості макроекономічної політики, ємність фінансового ринку й стабільність бази інвесторів [9, с. 7].

Проаналізуємо окремі ризики боргового портфелю України, мінімізація яких має пріоритетне значення в управлінні державним боргом на сьогоднішній день.

Високі ризики для фіскальної стабільності має значна частка зовнішньої заборгованості у структурі боргу. Валютний ризик відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на погашення і обслуговування державного боргу в майбутньому. Це призводить до вразливості національної фінансової системи до зовнішніх шоків і залежності від поведінки іноземних інвесторів. Залучення іноземних кредитів не сприяє розбудові повноцінного внутрішнього фінансового ринку, оскільки в умовах недостатнього розвитку інституційного середовища іноземні ресурси не можуть бути використані зі значною ефективністю. Тим паче, якщо в короткостроковому періоді зменшуються витрати на обслуговування боргу (через нижчі відсоткові ставки за зовнішніми позиками у порівнянні з внутрішніми), то у довгостроковому періоді ці позитивні наслідки нівелюються внаслідок зростання вразливості економіки країни.

Розвиток внутрішнього ринку запозичень є одним з головних пріоритетів управління державним боргом. Однак при цьому слід урахувати особливості посткризового періоду та обмеженість фінансових ресурсів в країні. Орієнтація на внутрішні запозичення має бути досить виваженою, оскільки в такий спосіб уряд звужує внутрішні кредитні ресурси, які потенційно є джерелом приватних інвестицій. Тому пріоритетним завданням є максимальне розширення кола покупців державних цінних паперів за рахунок інституційних інвесторів і фізичних осіб. Необхідно здійснити сегментацію ринку державних внутрішніх позик, виокремивши окремі групи інвесторів. Особливе значення слід надати «пасивним» інвесторам – пенсійним фондам, страховим компаніям, інвестиційним фондам. Саме інституційні інвестори, акумулюючи кошти дрібних вкладників і фізичних осіб, є одними з основних покупців державних облігацій у багатьох країнах. Нагальним є завдання залучення пасивних інвесторів на ринок позик у зв'язку з розвитком накопичувальних механізмів для реалізації соціальних завдань у сфері державних фінансів, зокрема, пенсійного забезпечення.

Частка державного боргу з плаваючими ставками відображає рівень невизначеності майбутніх витрат на обслуговування державного боргу в майбутньому, а отже і величину ризику збільшення таких витрат. Для економії бюджетних коштів за рахунок зниження плаваючих ставок, з одного боку, оптимальним для держави може бути утримання певного співвідношення між боргом з плаваючими і

фіксованими ставками. Відповідно до кожного конкретного періоду часу це співвідношення є індивідуальним, його слід визначати з урахуванням прогнозованих макроекономічних показників і передбачень про динаміку плаваючих і фіксованих ставок у майбутньому.

Ризик рефінансування полягає в тому, що коли настає строк погашення боргу, і цей борг потребує пролонгації або його треба рефінансувати, ситуація на ринку боргу може скластись таким чином, що таке рефінансування є надмірно витратним або навіть неможливим. Цей ризик посилюється, якщо уряд не має резервів або інших ліквідних активів, які він може ліквідувати, використавши кошти на погашення боргу у визначений строк. На відміну від ризику відсоткових ставок і більшості інших ризиків, ризик рефінансування зростає із наближенням терміну погашення. Найбільш поширеним та ефективним способом управління ризиком рефінансування є встановлення широкого діапазону та підтримання відносно рівномірного розподілу строків погашення боргу – щоб кожного разу при настанні строку потрібно було виплачувати лише невелику частину сукупного обсягу боргу. Завдяки цьому можна зменшити вірогідність виникнення проблем з погашенням заборгованості. Для зменшення тиску виплат за позиками на бюджет уряд може скористатися «обмінними аукціонами» та зворотніми аукціонами. Однак, згідно з досвідом окремих країн, придбання державних облігацій на відкритому ринку є дешевшим, частково тому, що уряд має можливість обирати час виходу на ринок для придбання боргу, коли ринкові ціни є прийнятними, і купувати більший чи менший обсяг боргу, залежно від того, що вигідніше у даний момент [10].

Слід зазначити, що існує більша невизначеність щодо стану фінансових ринків у періодах далекого майбутнього, у зв'язку з чим навіть при рівномірній структурі боргу в розрізі термінів його погашення існує невизначеність щодо можливостей його рефінансування в таких періодах далекого майбутнього. Як підкреслюють Р. Масгрейв і П. Масгрейв, «слід віддати перевагу добре збалансованій структурі термінів погашення позик, наприклад, на 15 років, ніж структурі, яка повністю складається з короткострокових чи лише довгострокових позик» [11, с. 648].

Для мінімізації ризиків і формування раціональної структури боргового портфелю держави використовують активне управління державним боргом, яке включає хеджування ризиків за рахунок використання деривативів, зворотний викуп, обмін і дострокове погашення державних цінних паперів, операції зворотного репо. У Положенні про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом (яке затверджене Наказом Міністерства фінансів від 16.06.2010 № 461) визначено, що Департамент державного боргу при здійсненні операцій з активного управління державним боргом оцінює ризики, які при цьому виникають, і вживає заходів щодо їх зменшення [12]. Даний документ передбачає розрахунки ризиків, однак не визначає умови та особливості проведення активних операцій. Проектом Закону України «Про державний борг і гарантований державою борг» (що був внесений на розгляд Верховної Ради України 07.06.2011 за № 8637) передбачено використання операцій активного управління державним боргом [13]. На сьогоднішній день відповідна законодавчо-нормативна база для використання деривативів в управлінні держав-

ним боргом практично відсутня. Тому необхідно прийняти Закон України «Про державний борг і гарантований державою борг», у якому чітко визначити особливості здійснення операцій активного управління державним боргом і розробити відповідну нормативну базу.

Враховуючи наслідки глобальної економічної кризи, провідними економістами та вченими розпочаті дослідження щодо пошуку нових підходів до управління ризиками, пов'язаними з державним боргом. Одним із важливих документів, розроблених МВФ і Шведською борговою агенцією у вересні 2010 р., у яких пропонуються нові ідеї, стали «Керівні принципи управління суверенними ризиками і високим рівнем державного боргу», які назвали «Стокгольмськими принципами» [14]. Згідно з цими принципами ризики боргового портфеля держави повинні утримуватися на прийнятному рівні, витрати на обслуговування боргу повинні бути мінімізовані у середньо- та довгостроковому періодах.

Отже, вдосконалення боргової політики та формування нових підходів до використання державного боргу як вагомому інструменту макроекономічного регулювання нині повинно здійснюватися з урахуванням особливостей посткризового періоду. В Україні необхідно дотримуватися стратегії скорочення державного боргу, оптимізації його структури за рахунок збільшення частки внутрішньої заповищеності, зниження вартості обслуговування заборгованості та збільшення термінів позик. У вітчизняній практиці необхідно активізувати роботу із запровадження операцій активного управління державним боргом, до яких належать хеджування ризиків за рахунок використання деривативів, зворотний викуп, обмін і дострокове погашення державних цінних паперів, операції зворотного репо, що сприятиме формуванню раціональної структури боргового портфеля держави та мінімізації боргових ризиків. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal Monitor / IMF. – 2013. – April [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm#>
2. Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment. Fiscal Monitor / IMF. – 2012. – October [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/fmindex.htm#>
3. Maintaining macroeconomic stability [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hm-treasury.gov.uk>
4. Андрущенко В. Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В. Л. Андрущенко. – Львів : Каменяр, 2000. – 303 с.
5. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 року № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>
6. Reinhart C. Debt Intolerance / C. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nber.org>
7. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. – К. : Фенкс, 2006. – 536 с.
8. Ярошенко Ф. О. Система антикризової діагностики стану державних фінансів України, імітаційно-сітьового моделювання та проактивного регулювання на поширення кризи. Аналітична доповідь / Ф. О. Ярошенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>
9. Богдан Т. Сучасні підходи до управління ризиками державного боргу / Т. Богдан // Вісник НБУ. – 2011. – № 11. – С. 10 – 17.
10. Основні питання управління державним боргом [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://finrep.kiev.ua/structure/govsecurities/general_ua.php
11. Масгрейв Р. А. Государственные финансы: теория и практика / Р. А. Масгрейв, П. Б. Масгрейв / Пер. с англ. – М. : Бизнес Атлас, 2009. – 716 с.
12. Наказ Міністерства фінансів України № 461 від 16.06.2010 року «Про затвердження Положення про управління ризиками, пов'язаними з державним боргом» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://minfin.gov.ua>
13. Проект Закону України «Про державний борг і гарантований державою борг» № 8637 від 07.06.2011 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://w1.c1.rada.gov.ua>
14. Managing Sovereign Debt and Debt Marke through a Crisis – Practical Insights an Policy Lessons.– IMF. – April 18, 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org>
15. Федосов В. М. Оптимизация управления государственным внешним долгом / В. М. Федосов // Финансы, деньги и кредит. – 2011. – № 2. – С. 23 – 29 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://be5.biz/0808/>
16. Barro R. On the Determination of Public Debt / R. Barro [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.econlib.org>
17. As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path. Fiscal Monitor / IMF. – 2012. – January [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/01/fmindex.htm>
18. Ball L. Painful Medicine / L. Ball, D. Leigh, P. Loungani // Finance and Development. IMF. – 2011. – September [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/09/Ball.htm>
19. Реформи системи державних фінансів України: перші результати та подальші перспективи. – К. : НІСД, 2011. – 50 с.
20. Buchanan J. M. Public Principles of Public Debt: A Defence and Resnatment / J. M. Buchanan [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.econlib.org>
21. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії / Ш. Бланкарт. – К. : Либідь, 2000. – 654 с.
22. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2011–2013 роки. Затверджена Постановою Кабінету Міністрів України від 2 березня 2011 року № 170 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=170-2011-%EF>
23. Kraay A. and V. Nehru V. When Is External Debt Sustainable? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org>
24. Balancing Fiscal Policy Risks / Fiscal Monitor. – IMF. – 2012. – April [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org>
25. As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path / Fiscal Monitor. – IMF. – 2012. – January [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org>
26. Anderson P. Public Debt Management in Emerging Market Economies. Has This Time Been Different? / P. Anderson, A. Velandia-Rubiano [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org>
27. Федосов В. М. Управління державним боргом у контексті ризик-менеджменту / В. М. Федосов, О. А. Колот // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 3 – 33.
28. Бюджетний моніторинг: аналіз виконання бюджету за 2011 рік / [Щербина І. Ф., Рудик А. Ю., Зубенко В. В., Самчинська І. В.] – ІБСЕД. Проект «Зміцнення місцевої фінансової ініціативи», USAID. – 2011. – 96 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ibser.org.ua/UserFiles/File/Monitir%202011/2011_Monitoring_ukr_new.pdf

29. Зимовець В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець. – К., 2010. – 356 с.

30. Бюджетна політика в контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. / Том 6: Підвищення ефективності боргової політики держави / [М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, Т. І. Єфименко та ін.]; за ред. М. Я. Азарова. – К. : НДФІ, 2004. – 345 с.

31. Easterly W. The Limits of Stabilization. Infrastructure, Public Deficits and Growth in Latin America / W. Easterly, S. L. Eds. – Washington, DC, The World Bank, 2003. – 328 p.

REFERENCES

Andrushchenko, V. L. *Finansova dumka Zakhodu v KhKh stolitti: (Teoretychna kontseptualizatsiia i naukova problematyka derzhavnykh finansiv)* [Financial Western thought in the twentieth century (theoretical conceptualization and scientific issues of public finances)]. Lviv: Kameniar, 2000.

"As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path. Fiscal Monitor" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/01/fmindex.htm>

"As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path" <http://www.imf.org>

Anderson, P., and Velandia-Rubiano, A. "Public Debt Management in Emerging Market Economies. Has This Time Been Different?" <http://www.worldbank.org>

Azarov, M. Ya., Yaroshenko, F. O., and Yefymenko, T. I. "Pidvyshchennia efektyvnosti borhovoї polityky derzhavy" [Improving the efficiency of debt policy]. In *Biudzhetna polityka v konteksti stratehii sotsialno-ekonomichnoho rozvytku Ukrainy*. Kyiv: NDFI, 2004.

Bohdan, T. "Suchasni pidkhody do upravlinnia ryzykamy derzhavnoho borhu" [Current approaches for risk management of public debt]. *Visnyk NBU*, no. 11 (2011): 10-17.

Barro, R. "On the Determination of Public Debt" <http://www.econlib.org>

Ball, L., Leigh, D., and Loungani, P. "Painful Medicine" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/09/Ball.htm>

Buchanan, J. M. "Public Principles of Public Debt: A Defence and Resnatment" <http://www.econlib.org>

Blankart, Sh. *Derzhavni finansy v umovakh demokratii* [Public finances in a democracy]. Kyiv: Lybid, 2000.

"Balancing Fiscal Policy Risks" <http://www.imf.org>

Easterly, W., and Eds, S. L. *The Limits of Stabilization. Infrastructure, Public Deficits and Growth in Latin America*. Washington; DC: The World Bank, 2003.

Fedosov, V. M. "Optimizatsiia upravleniia gosudarstvennym vneshnim dolgom" [Optimizing management of public external debt]. <http://be5.biz/0808/>

"Fiscal Adjustment in an Uncertain World. Fiscal Monitor" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm#>

Fedosov, V. M., and Kolot, O. A. "Upravlinnia derzhavnym borhom u konteksti ryzyk-menedzhmentu" [Public debt management in the context of risk management]. *Finansy Ukrainy*, no. 3 (2008): 3-33.

Kraay, A., and Nehru, V. "When Is External Debt Sustainable?" <http://www.worldbank.org>

[Legal Act of Ukraine] (2011). <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=170-2011-%EF>

[Legal Act of Ukraine] (2011). <http://w1.c1.rada.gov.ua>

[Legal Act of Ukraine] (2010). <http://zakon1.rada.gov.ua>

[Legal Act of Ukraine] (2010). <http://minfin.gov.ua>

Masgreyv, R. A., and asgreyv, P. B. *Gosudarstvennye finansy: teoriia i praktika* [Public finance theory and practice]. Moscow: Bznes Atlas, 2009.

"Maintaining macroeconomic stability". <http://www.hm-treasury.gov.uk>

"Managing Sovereign Debt and Debt Marke through a Crisis". <http://www.imf.org>

"Osnovni pytannia upravlinnia derzhavnym borhom" [Key issues for public debt management]. http://finrep.kiev.ua/structure/govsecurities/general_ua.php

Reformy systemy derzhavnykh finansiv Ukrainy: pershi rezultaty ta podalshi perspektyvy [Reform of public finances Ukraine : early results and future prospects]. Kyiv: NISD, 2011.

Reinhart, S., Rogoff, K., and Savastano, M. "Debt Intolerance" <http://www.nber.org>

Shcherbyna, I. F., Rudyk, A. Yu., and Zubenko, V. V. "Biudzhetniy monitoring: analiz vykonannya biudzhetu za 2011 rik" [Budget Monitoring : Analysis of the Budget for 2011]. http://www.ibser.org.ua/UserFiles/File/Monitir%202011/2011_Monitoring_ukr_new.pdf

"Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment. Fiscal Monitor". <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/fmindex.htm#>

Vakhnenko, T. P. *Zovnishni borhovi zobov'iazannia u systemi svitovykh finansovo-ekonomichnykh vidnosyn* [The external debt of the world's financial system and economic relations]. Kyiv: Fenks, 2006.

Yaroshenko, F. O. "Systema antykrizovoї diahnostryky stanu derzhavnykh finansiv Ukrainy, imitatsiino-sityovoho modeliuвання ta proaktyvnoho rehuliuвання na poshyrennia kryzy" [System diagnostics anti-crisis public finances of Ukraine of network simulation-modeling and proactive regulation on the distribution of crisis]. <http://www.minfin.gov.ua>

Zymovets, V. V. *Derzhavna finansova polityka ekonomichnoho rozvytku* [State financial policy of economic development]. Kyiv, 2010.