

**І. В. Богдан**

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач відділу економіко-математичного моделювання та інформаційно-аналітичного забезпечення фінансово-економічних досліджень НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, [ibohdan@ukr.net](mailto:ibohdan@ukr.net)  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

**ФІСКАЛЬНІ ПРАВИЛА: ПРОБЛЕМИ ІМПЛЕМЕНТАЦІЇ  
В НАЦІОНАЛЬНУ ПРАКТИКУ**

**Анотація.** У статті розглянуто проблеми імплементації фіскальних правил у світовій практиці управління державними фінансами. Обґрунтовано роль цих правил у контексті забезпечення фіскальної стійкості та макроекономічної стабільності. Досліджено інституційні механізми контролю за фіскальними правилами в країнах ЄС, ідентифіковано переваги та недоліки їх різних типів. Виявлено приховані ризики функціонування системи числових фіскальних правил в Україні, проведено міжнародні порівняння контрольних показників зазначених правил нашої країни та країн ЄС за 2002–2018 рр., ідентифіковано основні ретроспективні тенденції та означено ключові проблеми і ризики теперішнього стану державних фінансів. Окреслено напрями розвитку фіскальних правил в Україні, такі як законодавче закріплення процедур комплаєнсу, моніторингу, відповідальності, а також гнучкості в разі настання надзвичайних обставин. Наголошено, що повноцінне запровадження вказаних правил у вітчизняних умовах дасть змогу контролювати параметри державних фінансів у рамках, що відповідають міжнародним стандартам фіскальної стійкості, та наблизить інструменти управління державними фінансами до найкращих світових зразків.

**Ключові слова:** державні фінанси, фіскальні правила, дефіцит сектору загального державного управління, державний борг.

**Рис. 9. Літ. 37.**

**Ivan Bohdan**

Ph. D. (Economics), Senior Research Fellow, SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, [ibohdan@ukr.net](mailto:ibohdan@ukr.net)  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

**FISCAL RULES: PROBLEMS OF IMPLEMENTATION  
IN NATIONAL PRACTICE**

**Abstract.** The article examines global trends and urgent problems of the implementation of fiscal rules in the national practice. The role of fiscal rules in carrying out the macrostabilization function and ensuring the fiscal stability is highlighted. The article shows the institutional mechanisms of control over fiscal rules in the EU countries. Key prerequisites for efficient implementation of fiscal rules are revealed. The author identifies the advantages and disadvantages of various types of fiscal rules. The key problems that impede the effective functioning of fiscal rules in Ukraine are: harmonization of the statistical reporting on the basis of international standards, accuracy of fiscal forecasts and the quality of budget planning, problems of the effectiveness of the audit system, etc. The hidden risks of applying the system of numerical fiscal rules in Ukraine are: for the rules of actual deficit – the problem of carefully fulfilling expenditure plans; for the rules of structural deficit – the reliability of the methodology for assessing potential GDP and GDP gaps; and for the debt rules – an additional assessment of the risks of debt growth

© Богдан І. В., 2019

due to explicit contingent liabilities associated with government derivatives. The author calculates the retrospective dynamics of the control indicators of the numerical fiscal rules of Ukraine and carries out the international comparisons of Ukraine with the EU countries over 2002-2018. The author argues that legally established numerical fiscal rules require further development of monitoring mechanisms, enforcement procedures, control and responsibility mechanisms for compliance with fiscal rules, as well as their flexibility in the event of emergencies. The article emphasizes that full implementation of fiscal rules in Ukraine will allow controlling the parameters of public finances in the framework of international fiscal sustainability standards and bring public finance management tools in Ukraine closer to best world practices.

**Keywords:** government finances, fiscal rules, general government deficit, public debt.

**JEL classification:** E61, E62, H62, H63.

**И. В. Богдан**

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, заведующий отделом экономико-математического моделирования и информационно-аналитического обеспечения финансово-экономических исследований НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

**ФИСКАЛЬНЫЕ ПРАВИЛА: ПРОБЛЕМЫ ИМПЛЕМЕНТАЦИИ  
В НАЦИОНАЛЬНУЮ ПРАКТИКУ**

**Аннотация.** В статье рассмотрены проблемы имплементации фискальных правил в мировой практике управления государственными финансами. Обосновано роль данных правил в контексте обеспечения фискальной устойчивости и макроэкономической стабильности. Исследованы институциональные механизмы контроля за фискальными правилами в странах ЕС, идентифицированы преимущества и недостатки их различных типов. Обнаружены скрытые риски функционирования системы числовых фискальных правил в Украине, проведены международные сравнения контрольных показателей указанных правил нашей страны и стран ЕС за 2002–2018 гг., идентифицированы основные ретроспективные тенденции и обозначены ключевые проблемы и риски нынешнего состояния государственных финансов. Определены направления развития фискальных правил в Украине, такие как законодательное закрепление процедур комплаенса, мониторинга, ответственности, а также гибкости в случае наступления чрезвычайных обстоятельств. Отмечено, что полноценное введение указанных правил в отечественных условиях позволит контролировать параметры государственных финансов в рамках, соответствующих международным стандартам фискальной устойчивости, и приблизит инструменты управления государственными финансами к лучшим мировым образцам.

**Ключевые слова:** государственные финансы, фискальные правила, дефицит сектора общего государственного управления, государственный долг.

Проблеми державних фінансів країн світу висувають виклики до цілей та завдань фіскальної політики. Окреслення її чітких рамок, забезпечення їх зв'язку з цілями фінансової стабільності та економічного зростання стають одним із пріоритетів порядку денного у сфері державного управління, на чому неодноразово наголошував МВФ [1]. З метою нівелювання негативного впливу дестабілізуючих факторів, зменшення фіскальних диспропорцій та відновлення макрофіскальної стійкості у країнах світу запроваджуються нові підходи, які передбачають зміни у проведенні фіскальної політики, її переорієнтацію на відновлення балансу сектору загального державного

управління (далі – ЗДУ) та розширення фіскального простору. Одним із таких підходів є застосування фіскальних правил.

Метою статті є розкриття механізмів імплементації фіскальних правил, дослідження наявних передумов їх запровадження в Україні, а також моделювання їх застосування у вітчизняній фіскальній політиці.

Інформаційно-статистичною базою дослідження були звіти Державної казначейської служби України (далі – Держказначейство) [2], фондів соціального страхування [3], статистична інформація Євростату та Європейської комісії [4–6], МВФ [7] і Державної служби статистики України [8], а також макроекономічні прогнози Міністерства економічного розвитку і торгівлі України (далі – Мінекономрозвитку) [9].

Механізми запровадження фіскальних правил та їх ефектів досліджувалися такими провідними зарубіжними й вітчизняними науковцями, як А. Шахтер, М. Кумар, В. П. Кудряшов, С. С. Гасанов, Т. І. Єфименко, Т. П. Богдан, В. Й. Башко, Л. П. Гладченко та ін. [10–17]. Фіскальні правила активно впроваджувалися в практиці державних фінансів розвинутих країн з початку 1990-х, а в інших державах – із початку 2000-х років. Однак проблема їх повної імплементації та дієвого моніторингу в умовах України залишається нерозв'язаною.

Фіскальні правила – це економіко-правові механізми регулювання окремих фіскальних показників для контролю боргової та фіскальної стійкості. Їх повсюдне запровадження стало однією з найпомітніших тенденцій розвитку міжнародних фінансів останніх років.

МВФ визначає числові фіскальні правила як законодавчі або нормативні обмеження довгострокового характеру на фіскальну політику у формі кількісних лімітів на основні фіскальні агрегати [17]. Такі ліміти відображаються в національному законодавстві чи міжнародних договорах і є обов'язковими для виконання органами влади [18, с. 130–131]. Іншими словами, фіскальні правила запобігають скороченню фіскального простору, обмежуючи дефіцит, борг або окремі операції сектору ЗДУ.

Основними видами фіскальних правил, які застосовуються в міжнародній практиці, є [16, с. 7]:

- правила фіскального балансу;
- боргові правила (для прямого чи гарантованого державного боргу);
- правила для видатків (для загальних, первинних чи поточних видатків);
- правила для доходів (верхні або нижні граничні межі доходів).

Новим трендом у впровадженні фіскальних правил останніх років є їх конструювання з урахуванням показників циклічності розвитку економіки, що дає можливість проводити контрциклічну фіскальну політику, – так звані фіскальні правила другого покоління, де замість фактичних числових граничних значень застосовуються їх циклічно скориговані або “структурні” аналоги (для дефіциту, доходів та видатків).

В Україні з чотирьох видів числових фіскальних правил використовуються два аналоги – боргові ліміти (для боргу центрального уряду та для

боргів місцевого рівня) та обмеження для фіскального балансу (дефіциту бюджету) [19].

Схвалення у 2017 р. Стратегії реформування системи управління державними фінансами України на 2017–2020 роки відкрило шлях до імплементації фіскальних правил у бюджетну сферу та проведення ряду реформ у рамках виконання завдання щодо “дотримання загальної бюджетно-податкової дисципліни у середньостроковій перспективі” [20].

Зокрема, на виконання вказаної Стратегії у грудні 2018 р. за ініціативою Міністерства фінансів України внесено зміни до п. 1 ст. 14 Бюджетного кодексу України, де зазначено, що “показник дефіциту державного бюджету на кожен рік середньострокового періоду не може перевищувати три відсотки прогнозного номінального обсягу ВВП України на відповідний рік”.

Це доповнило вже чинне з 2001 р. фіскальне обмеження з державного боргу, передбачене п. 2 ст. 18 Бюджетного кодексу України: “обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального обсягу ВВП” [19].

Однак, незважаючи на те, що ці фіскальні обмеження є законодавчо встановленими, їх не можна назвати повноцінними фіскальними правилами, оскільки за рядом критеріїв, зокрема таких як наявність процедур моніторингу, гнучкості, відповідальності за недотримання, вони не завжди відповідають міжнародно визначеним стандартам встановлення фіскальних правил [16; 21].

Для повноцінної імплементації фіскальних правил у практику управління державними фінансами слід здійснити низку змін нормативно-правового характеру з питань моніторингу правил, їхньої гнучкості, а також відповідальності за їх недотримання:

- імплементувати міжнародні стандарти статистичної звітності державних фінансів для забезпечення можливості правильного розрахунку фіскальних агрегатів відповідно до прийнятих у світовій практиці підходів;
- запровадити процедури стимулювання, а також примусу до виконання фіскальних правил;
- ввести чіткі процедури незалежного моніторингу виконання числових фіскальних правил;
- запровадити процедури гнучкості фіскальних правил при настанні тих чи інших надзвичайних ситуацій;
- ввести відповідальність посадових осіб за недотримання числових фіскальних правил чи порушення регламенту їх верифікації.

Наприклад, у країнах ЄС функція моніторингу дотримання фіскальних правил покладена на окремий підрозділ Європейської комісії – Головне управління з економічних та фінансових питань (ECFIN), яке, серед іншого, займається такими питаннями [22]:

- оцінкою програм стійкості та конвергенції країн – членів ЄС;
- моніторингом надмірності державного дефіциту країн – членів ЄС;
- оцінкою впливу державних фінансів на економічне зростання та зайнятність.

Такий моніторинг фіскальної політики є одним із елементів забезпечення макростабілізаційної функції державних фінансів і здійснюється шляхом ідентифікації макроекономічних і фіскальних дисбалансів та подальшого їх нівелювання. З цієї метою, кожна країна-член регулярно подає до Європейської комісії стандартизовану статистичну інформацію щодо сектору ЗДУ, що містить дані про доходи, видатки, дефіцит і державний борг. Зазначена інформація включає як первинні дані, зведені за національними статистичними правилами, так і відомості, гармонізовані відповідно до стандартів ESA 2010 [23]. Зокрема, у ролі контрольного індикатора дефіциту використовується показник “чисте кредитування/запозичення сектору ЗДУ” (далі – ЧКЗ), а державного боргу – “зобов’язання сектору ЗДУ за категоріями: валюта і депозити, боргові цінні папери, кредити” [23; 24]. Достовірність наданої статистичної інформації перевіряється Євростатом.

ESFIN готує по всіх країнах – членах ЄС зведену інформацію, яка містить такі види агрегованих даних [22]:

- 1) фактичні (нескориговані) дані сектору ЗДУ;
- 2) відомості про обсяг потенційного ВВП та розрив між потенційним і фактичним ВВП (розрив ВВП);
- 3) циклічну компоненту доходів та видатків сектору ЗДУ;
- 4) показники доходів, видатків і дефіциту сектору ЗДУ з коригуванням на дію економічного циклу.

Одним із головних елементів у моніторингу структурних балансових фіскальних правил є розрив ВВП, що використовується в ряді ключових фундаментальних економічних тотожностей (таких як рівняння Філіпса, закон Оукена), застосовується центральними банками під час прийняття рішень про ключову процентну ставку (правило Тейлора).

У сфері фіскальної політики розрив ВВП застосовується для оцінки циклічно скоригованого балансу, структурного балансу та фіскального імпульсу з метою коригування поточної фіскальної політики та запобігання її проциклічному ефекту.

Для оцінки розриву ВВП ЕСFIN застосовує два підходи: базовий метод із використанням виробничої функції та додатковий метод на основі одновимірного фільтра Ходрика – Прескотта [22; 25, с. 8].

Для умов України автором запропоновано оцінку розриву ВВП на основі системи рівнянь, що включає багатомірний фільтр Кальмана та додаткові пояснючі рівняння – правило Оукена для безробіття та рівняння Філіпса для інфляції.

Результати розрахунків, наведені на рис. 1, свідчать про те, що до 2014 р. тенденція розриву ВВП в Україні та країнах ЄС майже збігалася. Після перегріву світової економіки в 2006–2008 рр. відбулося різке збільшення негативного розриву ВВП з подальшим поступовим відновленням у 2011–2013 рр. Після 2013 р. в Україні та країнах ЄС спостерігаються різноспрямовані тенденції. У державах Євросоюзу зберігалася тенденція до відновлення загально-економічного балансу і з 2017 р. в цілому по ЄС-28 зафіксовано позитивний

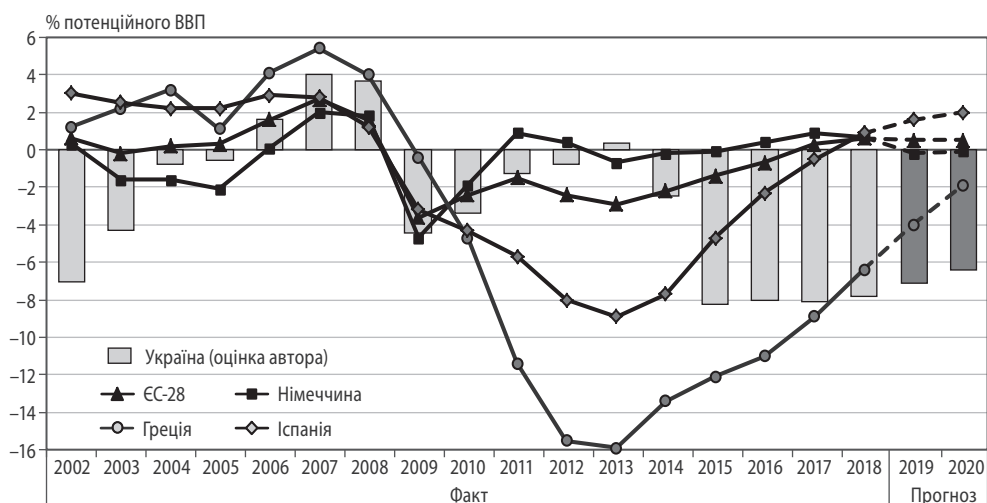


Рис. 1. Розрив ВВП України та країн ЄС

Складено за розрахунками автора та даними Євростату (<https://ec.europa.eu/eurostat>).

розрив ВВП (негативний розрив понад 1 % ВВП наявний лише в Греції). В Україні ж, зважаючи на воєнну агресію з боку Російської Федерації, втрату територій та виробничого потенціалу, порушилися ключові структурні зв'язки економіки, що проявилось, зокрема, в збереженні високого рівня безробіття (понад 9 %), посиленні трудової міграції та стагнації промислового виробництва (у 2019 р. лише 70 % від свого максимуму у 2007 р.). За оцінками автора, негативний розрив ВВП України перебував на рівні близько 8 % протягом 2015–2018 рр. і тільки з 2019 р. став поступово скорочуватися (рис. 2).

Оцінки автора щодо розриву ВВП певною мірою не збігаються з наявними оцінками [9; 26], згідно з якими наша країна пододала негативний розрив ВВП за два – три роки, вийшовши на “точку рівноваги” вже наприкінці 2017 р. Зокрема, це є дискусійним з точки зору досвіду подолання кризи в інших країнах. Наприклад, за оцінками Єврокомісії, негативний розрив ВВП Греції та Іспанії, після досягнення рівня –8 %, відновлювався дев'ять і шість років відповідно (в Греції ще не відновився). Досягнення нової “точки рівноваги” в економіці України, на нашу думку, можливе лише за умови, якщо не брати до уваги трудові ресурси, що виїхали за кордон в пошуках роботи, і виробничі потужності підприємств, що простоюють. Однак у цьому випадку виникає питання, чи така позиція відповідає критеріям національної економічної безпеки.

В ЄС розробленням та вдосконаленням методології розрахунку розриву ВВП, дослідженням ефектів еластичності між фіскальною політикою, доходами бюджету і ВВП, створенням методології розрахунку структурного балансу займається окрема робоча група в складі Комітету з економічної політики Ради ЄС – “Output Gaps Working Group” [25; 27].

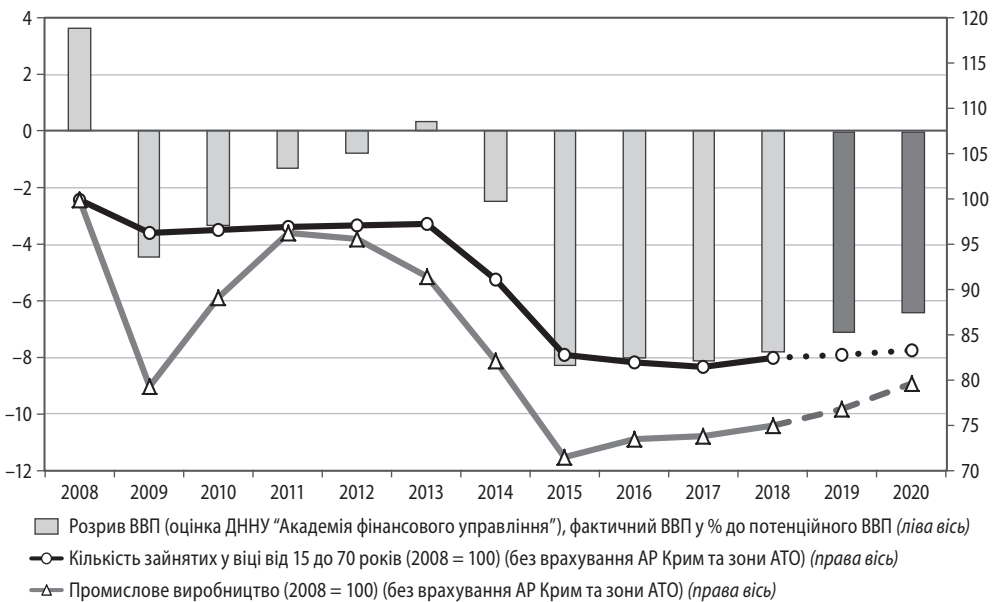


Рис. 2. Розрив ВВП, промисловість та зайнятість в Україні

Складено за розрахунками автора, даними Державної служби статистики України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі та сільського господарства.

Якщо розглянути динаміку циклічно скоригованих фіскальних індикаторів найбільш розвинутих країн ЄС за останні три роки (рис. 3), то можна відзначити, що фарватер їхньої фіскальної політики схиляється до контрциклічного вектора (крупнопунктирна лінія наближається до дрібнопунктирної): у період економічної кризи (негативного розриву ВВП) вони проводять експансійну політику, а під час економічного піднесення, навпаки, – рестрикційну.

Траєкторія фіскальної політики України, як можна побачити на рис. 3, характеризується значним розкидом даних навколо “лінії контрциклічності”, що підтверджує актуальність запровадження фіскальних правил у практику державного управління.

Підсумовуючи досвід країн ЄС та враховуючи рекомендації МВФ [17; 24], можна сформулювати передумови для ефективного функціонування системи числових фіскальних правил в Україні:

- достовірна статистична звітність державних фінансів відповідно до міжнародних стандартів;
- об’єктивна оцінка поточного стану економіки країни, включаючи оцінку потенційного ВВП та розриву ВВП;
- точність макроекономічних прогнозів;
- надійність бюджетних прогнозів і планів та ретельність їх виконання;
- регулярність і своєчасність бюджетних звітів;
- розвинута система аудиту.

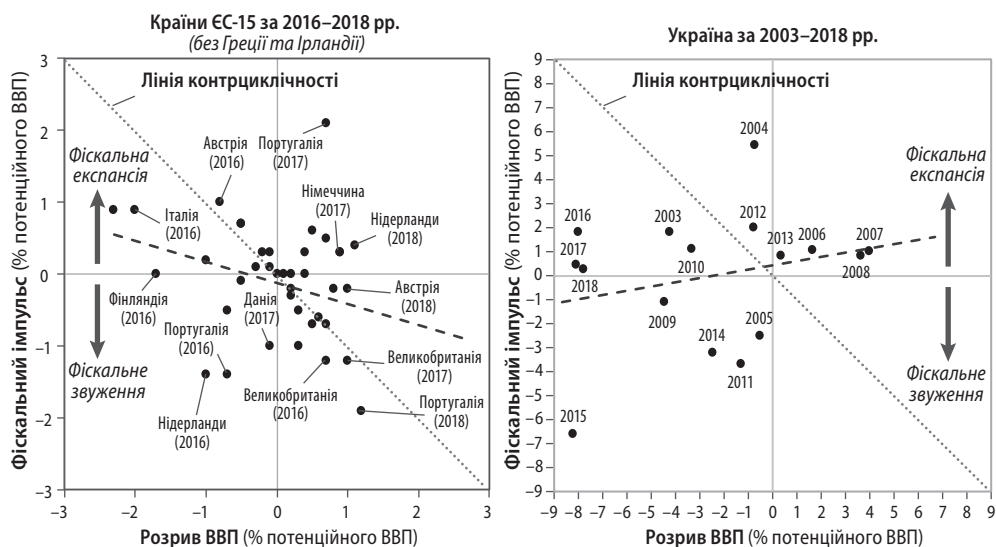


Рис. 3. Фіскальний імпульс (приріст циклічного скоригованого ЧКЗ) та розрив ВВП

Складено за розрахунками автора та даними Євростату (<https://ec.europa.eu/eurostat>).

Найгостріші проблеми, на нашу думку, зосереджено у впровадженні міжнародних стандартів статистичної звітності, точності бюджетних планів, ретельності їх виконання та системі аудиту.

Неповна відповідність національної системи статистичної звітності з державних фінансів міжнародним стандартам GFSM 2014 [28], а також недоліки системи бюджетного прогнозування неодноразово досліджувалися у попередніх публікаціях автора: проблеми охоплення звітності, класифікаційних підходів до ідентифікації окремих видів доходів та видатків, методичних підходів до розрахунку дефіциту та державного боргу [29; 30]. Тому в рамках цієї статті окрему увагу приділено питанню якості та надійності затверджених планів бюджету.

Якщо проблеми похибок прогнозу доходів більшою мірою належать до питань методології моделювання державних фінансів та еластичності їхніх доходів відносно ВВП, то труднощі з виконанням планів видатків істотною мірою визначаються недосконалістю системи бюджетного планування, середньострокових бюджетних програм, неритмічним режимом проходження процедур отримання асигнувань згідно з бюджетним законодавством, а також іноді вимушеним секвестром бюджетних видатків.

На підставі даних Держказначейства автором відповідно до стандартів GFSM 2014 оцінено ретроспективну динаміку доходів, видатків, дефіциту та боргу сектору ЗДУ України, що дало можливість порівняти результуючі показники з числовими параметрами фіскальних правил ЄС (рис. 4).

Моделювання поведінки державних фінансів в умовах дії фіскальних правил проводилося з використанням економіко-математичної моделі еко-



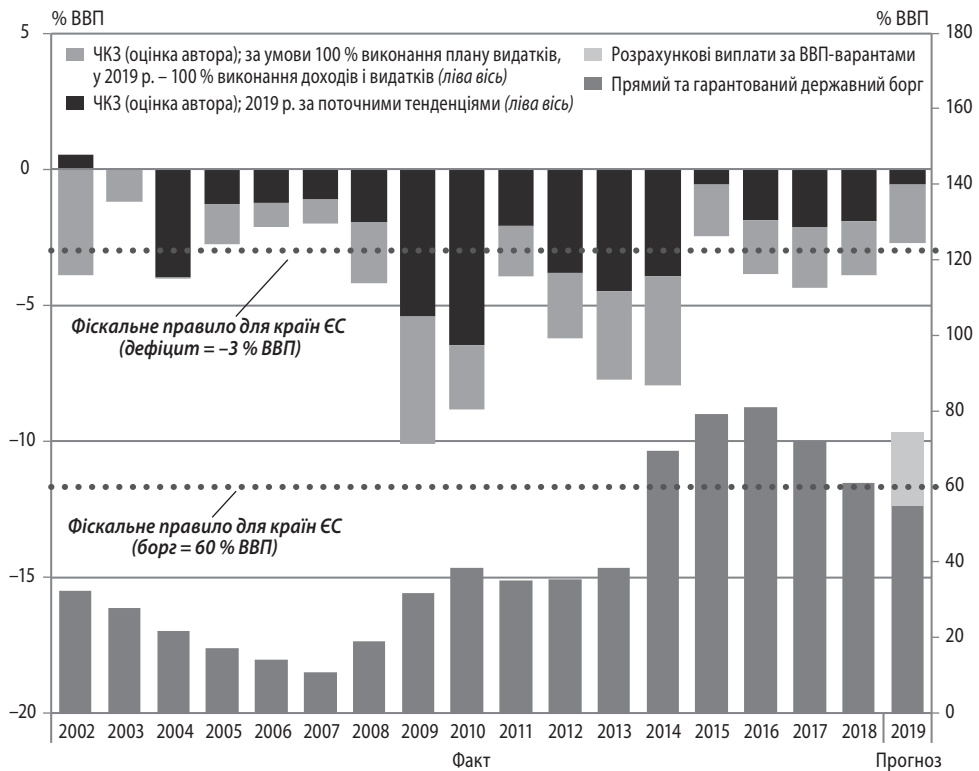


Рис. 4. Фіскальні правила в Україні в 2002–2019 рр.

Складено за даними Державної казначейської служби України та розрахунками автора.

номіки України “Ekvilibro” [29], яка являє собою систему макроекономічних та фіскальних балансів, побудованих на принципах досягнення загальної економічної рівноваги. Ця модель дає змогу оцінювати фіскальний дефіцит у ретроспективній динаміці та прогнозувати його значення в середньостроковій перспективі, базуючись на числових параметрах обраного макроекономічного сценарію.

**Балансове фіскальне правило.** За останні 17 років фактичний дефіцит (ЧКЗ) перевищував визначену межу фіскального правила 6 разів (у 2004, 2009, 2010, 2012–2014 рр.), а державний борг – 5 разів (у 2014–2018 рр.). У 2009–2010 та 2014 рр. перевищення межі у 3% було зумовлене об’єктивними чинниками – глобальною фінансово-економічною кризою та воєнно-політичним конфліктом України.

Проте якщо розрахувати дефіцит за умови 100-відсоткового виконання плану видатків, то отримуємо, що лише в 6 із 17 років дефіцит був менше 3% ВВП, а в 2009 р. становив би 10,1%, 2010 р. – 8,8, 2014 р. – 7,9, в 2013 р. – 7,8% ВВП (див. рис. 4).

Натомість у країнах ЄС зовсім інша ситуація з дотриманням балансового фіскального правила: після періоду глобальної фінансової кризи 2009–

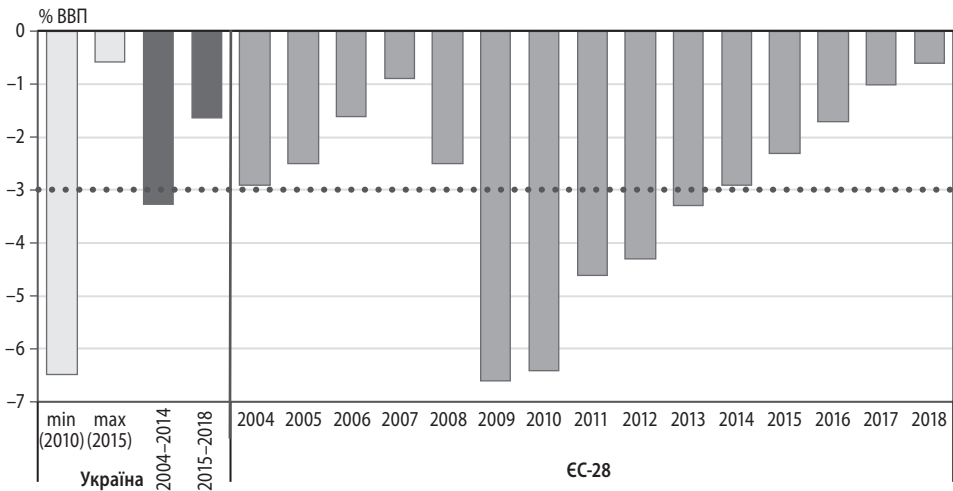


Рис. 5. Баланс (ЧКЗ) сектору ЗДУ в країнах ЄС та Україні

Складено за даними Державної казначейської служби України, Євростату (<https://ec.europa.eu/eurostat>) та розрахунками автора.

2012 рр., коли ЧКЗ суттєво перевищувало граничне значення (у середньому – 5,5 % ВВП), спостерігалася стійка тенденція до скорочення дефіциту, і в 2014 р. його середній рівень уже був нижче 3 % ВВП, а в 2018 р. становив лише 0,6 % ВВП (рис. 5). У 2018 р. всі країни ЄС, крім Кіпру, мали дефіцит сектору ЗДУ нижче 3 % ВВП. Близько до граничної межі зведено баланси державних фінансів у Румунії (3,0 %), Франції (2,5 %), Іспанії (2,5 %). Однак навіть дефіцит сектору ЗДУ Кіпру (4,8 % ВВП) був спричинений суто технічними факторами, пов'язаними з купівлею грецьким банком “Hellenic Bank” проблемного кіпрського банку “Cooperative Bank Ltd (CCB)” та появою у кіпрського уряду додаткових витрат, пов'язаних із цим процесом [31]. Європейська комісія визнала перевищення граничної межі дефіциту Кіпру несистемним явищем і не стала ініціювати започаткування Процедури коригування надмірного дефіциту [32].

Зупинимося детальніше на питанні виконання запланованих показників видатків. У результаті аналізу виконання консолідованого плану видатків сектору ЗДУ (включаючи плани державного, місцевих бюджетів та фондів соціального страхування) встановлено, що з 2002 р. лише в одному році (2004 р.) сукупні державні видатки було виконано на 100 %. Середній рівень виконання плану дорівнював лише 95 %. Обсяг недофінансування видатків у середньому становив 2,3 % ВВП, що критично багато, оскільки бюджетний дефіцит обмежується лімітом у 3 % ВВП (рис. 6).

Видатки фондів соціального страхування (на виконання власних повноважень), як правило, виконуються або перевиконуються, а видатки місцевих бюджетів та державного бюджету (з урахуванням трансфертів) – недовиконуються (на 93,3 та 93,6 % плану в середньому за 17 років відповідно).

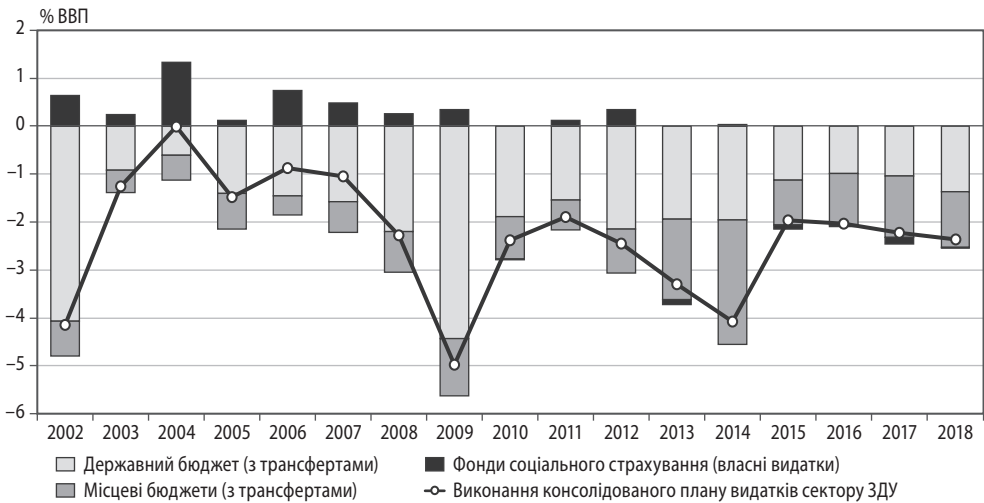


Рис. 6. Рівень виконання плану видатків сектору ЗДУ у розрізі підсекторів (“-” недовиконання; “+” перевиконання)

Складено за розрахунками автора та даними Державної казначейської служби України.

У 2016–2018 рр., коли Уряд почав проводити жорстку політику скорочення видатків разом із політикою децентралізації повноважень, виконання плану місцевих бюджетів погіршилося (в середньому 93,1%), а державного бюджету – дещо покращилось (96,1 %). Це вказує на те, що місцеві органи влади недостатньою мірою узгоджують свою політику планування видатків із загальним трендом “жорсткості”, заданим центральною владою. Плани місцевих бюджетів оптимістично завищуються, однак стагнація економіки та звуження каналу коштів державного бюджету вносять свої корективи.

Варто зазначити, що у країнах ЄС середньозважений рівень відхилень фактичних видатків від планових у 2018 р. становив лише +0,08 % ВВП із діапазоном від -1,6 % у Литві і Мальті до +1,0 % у Фінляндії (рис. 7).

**Боргове фіскальне правило.** На перший погляд ситуація з дотриманням боргового правила значно краща – до 2014 р. сукупний державний борг утримувався на рівні нижче 60 % і в 2019 р. знову обліковується на рівні нижче граничного значення. Однак і в цьому разі є приховані ризики. З 2021 до 2040 р. триватиме цикл умовних виплат за державними деривативами, які самі по собі не є борговими зобов’язаннями і мають здійснюватися, якщо темпи зростання річного ВВП перевищуватимуть 3 %.

Тобто існування боргового правила на умовах чинного законодавства не дає достатнього контролю за рівнем боргової стійкості України, оскільки це правило не охоплює державні деривативи. Тому контрольний показник державного боргу України для моніторингу дотримання фіскального правила має містити результати оцінки ймовірних сценаріїв розвитку подій у минулому і майбутньому. Лише в такий спосіб можна забезпечити належний контроль за рівнем боргової стійкості.

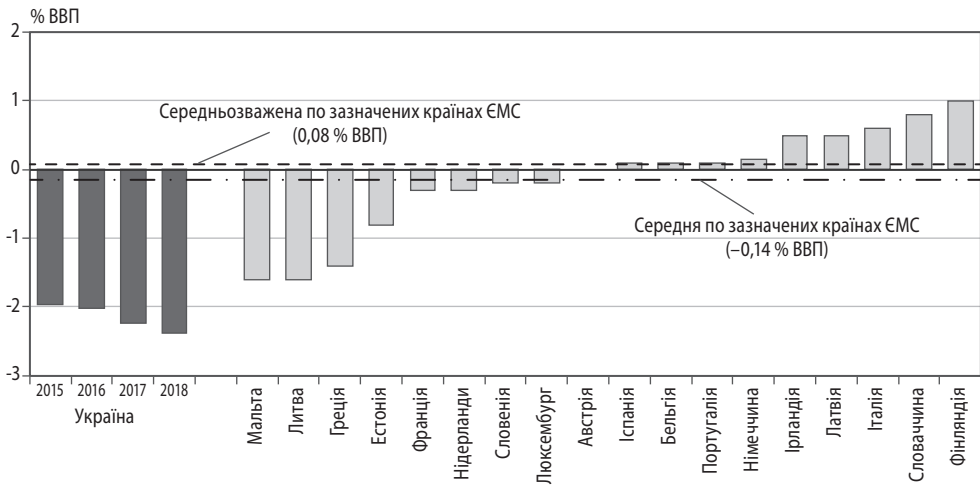


Рис. 7. Різниця між фактичними та запланованими видатками сектору ЗДУ в Україні та країнах Європейського монетарного союзу (ЄМС)

Складено за даними Державної казначейської служби України, Євростату (<https://ec.europa.eu/eurostat>) та розрахунками автора.

Зупинимося детальніше на поточних ризиках зростання державного боргу.

У минулому значні обсяги залучення кредитних коштів для фінансування дефіциту призводили до нарощування сукупного державного боргу. Після кількаразової девальвації в 2014–2016 рр. рівень державного боргу стрімко зріс та перевищив граничне значення у 60 % ВВП, сягнувши максимального значення у 2016 р. – майже 81 % ВВП. З 2017 р. спостерігається тренд послаблення боргового навантаження на економіку, і на кінець 2018 р. державний борг скоротився до 60,9 % ВВП, а на кінець липня 2019 р. становив уже 55,0 % ВВП. Водночас останні тенденції пов'язані з фактом перевищенням темпів інфляції над темпами девальвації гривні, оскільки 70 % боргу номіновано в іноземній валюті.

Додаткові ризики державних фінансів України спричинені тим, що, починаючи із середини 2018 р., рефінансування державного боргу відбувається за процентними ставками, які перевищують темпи і економічного зростання, і інфляції. А це означає, що вже другий рік спостерігається перерозподіл ресурсів бюджету на користь непродуктивних видатків із обслуговування боргу. Зважаючи на ймовірне невиконання запланованих видатків, у сукупності така ситуація наражає державні фінанси на суттєві ризики фіскальної стійкості й загрожує дестабілізацією економіки в цілому.

Інша загроза для державного боргу міститься в надзвичайно жорстких параметрах монетарної політики – реальна облікова ставка НБУ становить близько 8 %. Через це у 2019 р. зберігається диспаритет між кредитними ставками внутрішнього ринку (в національній валюті) та світовими кредит-

ними ставками, що приваблює спекулятивний капітал. Основним надійним джерелом отримання високих процентних доходів в Україні є не реальний сектор, а державний бюджет. Процентні ставки гривневих внутрішніх запозичень держави сягали 15–20 % річних, а валютних зовнішніх – 9–10 % річних. У травні 2019 р. Міністерство фінансів України навіть отримало престижну міжнародну нагороду “Найбільш вражаючий емітент із регіону країн СНД та колишніх країн СНД” [33]. За оцінками МВФ [34], портфель боргових позик, сформований Міністерством сформувало у 2018–2019 рр., кардинально підвищить перспективну вартість обслуговування державного боргу України і в 2024 р. ефективна ставка його обслуговування становитиме 8,7 % річних.

У 2019 р., після під'єднання України до системи Clearstream, доступ іноземних кредиторів до ринку ОВДП спростився, що сприяло надходженню валютних коштів іноземців для купівлі державних цінних паперів. На наш погляд, ризики цих процесів варто відображати в таких документах, як Основні засади грошово-кредитної політики [35] та прогнози НБУ [36]. У результаті викуп надлишку валюти здійснювався в недостатніх обсягах, як наслідок – гривня реально зміцнилася на 25 %, а міжнародні резерви так і залишилися на позначці 70 % нормативу МВФ. У підсумку за 2018–2019 рр. внутрішній державний борг став дорожчим, рефінансування відбувалося за підвищеними ставками, однак гривневий еквівалент загального боргу – зменшився.

**Фіскальне правило для структурного дефіциту** застосовується в країнах ЄС, починаючи з 1997 р. [25, с. 7]. Це правило передбачає обмеження для структурного ЧКЗ (ЧКЗ без урахування впливу економічного циклу та тимчасових і разових операцій) 1 % потенційного ВВП для країн із боргом нижче 60 % ВВП та 0,5 % потенційного ВВП для країн з боргом вище 60 % ВВП. Різниця між структурним ЧКЗ та циклічно скоригованим ЧКЗ (ЦСЧКЗ) серед 28 країн ЄС в 2017 р. варіювалась від –0,8 % у Греції до +2,0 % ВВП у Португалії і в середньому становила +0,1 % ВВП.

Граничні значення структурного балансу встановлюються як середньострокові цілі політики, до яких має наблизитися країна в рамках процедур фіскальної корекції. Однак складність і неоднозначність методичних підходів до визначення потенційного ВВП, відсутність вичерпного переліку тимчасових та разових операцій створюють перешкоди для прозорого оперування заходами фіскальної корекції задля досягнення визначених цілей.

Так, незважаючи на те, що правило обмеження структурного балансу країн ЄС діє уже понад 20 років за підсумками 2017 р. лише 17 країн з 28 змогли забезпечити його виконання (рис. 8).

За розрахунками автора (рис. 9), ЦСЧКЗ України в періоді 2004–2018 рр. згенерували структурні проблеми в державних фінансах та стали однією з ключових причин системної бюджетної кризи 2014–2016 рр., коли вітчизняна економіка стикнулася з воєнною агресією з боку Російської Федерації. У всіх наступних роках до сьогодні в Україні зберігається політика жорсткої

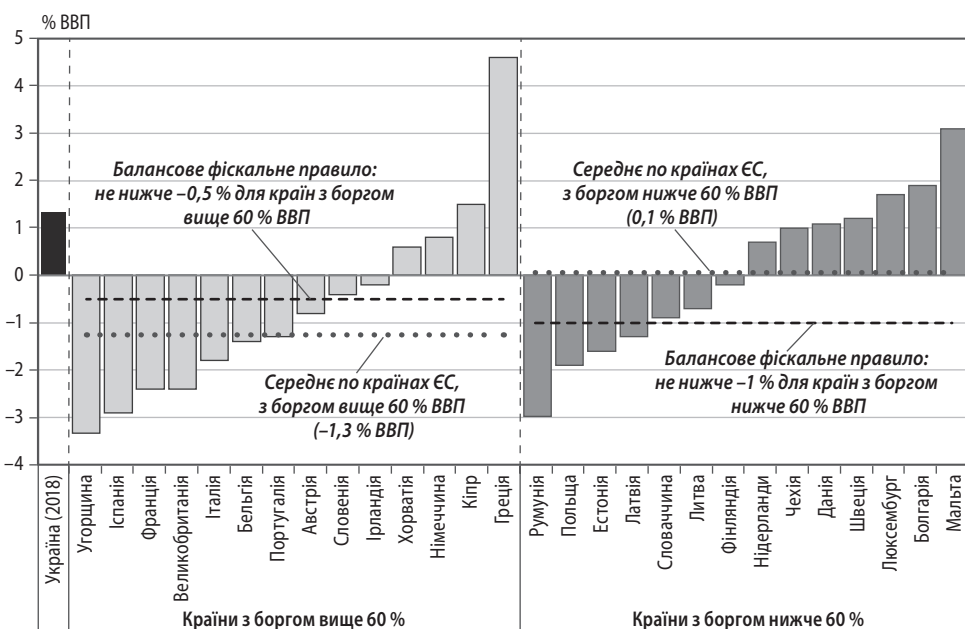


Рис. 8. Структурний баланс сектору ЗДУ країн ЄС та України

Складено за даними Державної казначейської служби України, Євростату (<https://ec.europa.eu/eurostat>) та розрахунками автора.

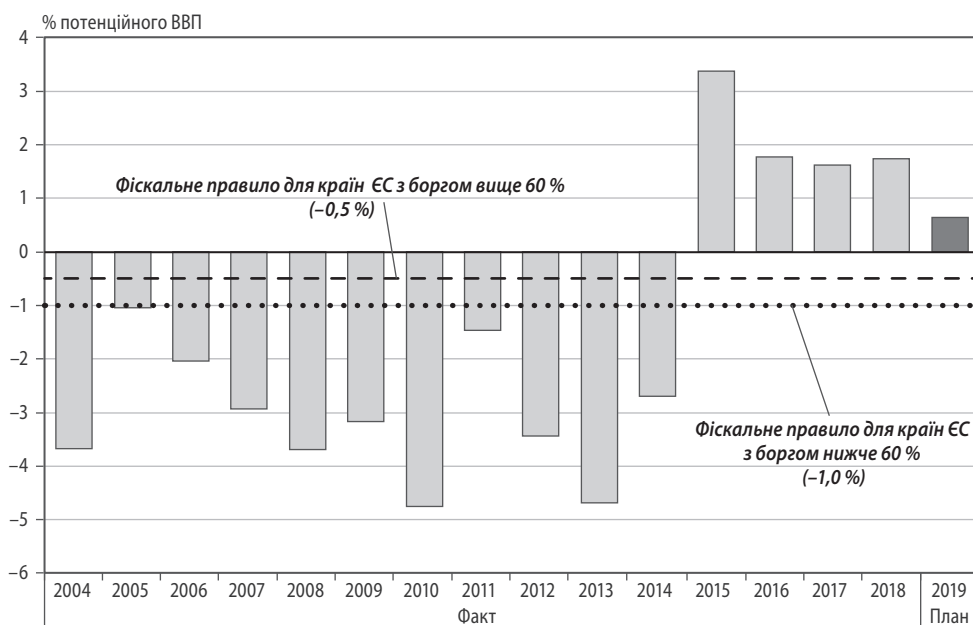


Рис. 9. Циклічно скоригований баланс сектору ЗДУ України

Складено за даними Державної казначейської служби України та розрахунками автора.

консолідації – ЦСЧКЗ залишається позитивним, що вказує на фундаментальне скорочення державного попиту в економіці.

У перспективі до 2022 р., виходячи з оприлюднених параметрів макроекономічного прогнозу Мінекономрозвитку [9] та проекту Закону “Про Державний бюджет України на 2020 рік” [37], у країні збережеться структурний профіцит державних фінансів.

У зв'язку з цим можна згадати досвід Ірландії з подолання наслідків фінансово-економічної кризи [6, с. 13]. Негативний розрив ВВП у зазначеній країні досяг максимуму у 2009 р.:  $-6,8\%$  ВВП. Зважаючи на скрутний стан економіки уряд країни прийняв рішення про її масштабну підтримку заходами фіскальної політики. Розміри фактичного та циклічно скоригованого дефіциту у 2010 р. набули значень у  $-32$  та  $-30\%$  ВВП відповідно, державні видатки сягнули  $65\%$  ВВП. Такі дії дали змогу поступово скоротити негативний розрив ВВП, який через п'ять років (у 2014 р.) становив лише  $-0,6\%$  потенційного ВВП. Фінансування такого дефіциту призвело до істотного нарощування боргових зобов'язань держави (максимум у 2012 р. –  $120\%$  від ВВП), але після стабілізації економіки рівень боргу скоротився майже вдвічі (до  $65\%$  ВВП у 2018 р.). Така ситуація наочно показує, що наявність фіскального простору в кризові періоди дуже важлива, оскільки дає можливість адекватно та дієво стабілізувати економічну динаміку в середньостроковій перспективі.

Слід відзначити, що тривалий період структурного профіциту бюджету України супроводжуватиметься ризиками масштабних структурних змін в економіці, пов'язаних із вивільненням трудових ресурсів, скороченням (та зміною) структури сукупного попиту, зменшенням ринків товарів і послуг. Якби економіка в цей період перебувала в стані “перегріву”, то негативних наслідків для неї не було б. Недостатність адекватних заходів державної підтримки в періоди структурних зрушень може призвести до проблем трудової міграції та послаблення виробничого потенціалу економіки. Це підтверджує важливість структурних індикаторів для планування фіскальної політики України.

Проведене дослідження дає змогу зробити такі висновки:

- імплементація фіскальних правил є новітнім трендом міжнародної практики, який довів свою ефективність як інструмент досягнення цілей бюджетної стійкості та макроекономічної стабільності;

- запровадження фіскальних правил в Україні дасть можливість контролювати макростабілізаційні параметри державних фінансів у рамках, що відповідають міжнародним стандартам фіскальної стійкості, та наблизитиме інструменти управління державними фінансами до найкращих зразків світової практики;

- фіскальні правила з обмеження фактичного дефіциту та боргу допомагають контролювати боргову стійкість, однак можуть призводити до проциклічного ефекту фіскальної політики. Фіскальні правила з обмеження циклічно скоригованого та структурного дефіциту допомагають контролю-

вати довгострокову фіскальну стійкість, забезпечувати циклічну нейтральність бюджету й сприяти контрциклічності фіскальної політики, однак є складними для моніторингу;

– актуальними передумовами запровадження ефективної системи фіскальних правил в Україні є: наявність гармонізованої з міжнародними стандартами статистичної звітності державних фінансів, точність бюджетних прогнозів, ретельність виконання бюджетних планів, якість макроекономічних прогнозів, розвинута система аудиту та ін.;

– основним ризиком для ефективного впровадження балансового фіскального правила вбачається система планування та виконання видатків – їх недофінансування супроводжується ризиками належного функціонування цього правила;

– для ефективного функціонування боргового правила його контрольний показник має бути розширено з включенням оцінок умовних зобов'язань держави за деривативами;

– основним ризиком ефективного впровадження правил для структурного балансу в Україні вбачається відсутність офіційно затверджених і надійно апробованих методів оцінки тренду потенційного ВВП та розриву ВВП;

– система фіскальних правил України повинна видозмінюватися в напрямі законодавчого закріплення процедур комплаєнсу, моніторингу, відповідальності, а також гнучкості в разі настання надзвичайних обставин.

### Список використаних джерел

1. Fiscal Monitor Reports / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/publications/fm>.
2. Звітність / Державна казначейська служба України. URL: <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu>.
3. Огляд основних підсумків роботи / Пенсійний фонд України. URL: <https://www.pfu.gov.ua/category/informatsiya/byudzhet/analytika/oglyad-osnovnyh-pidsumkiv-roboty/>.
4. Database / Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
5. Annual draft budgetary plans (DBPs) of euro area countries / European Commission. 2018. URL: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination_en).
6. Cyclical Adjustment of Budget Balances / European Commission. 2019. Spring. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb\\_spring\\_2019.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb_spring_2019.pdf).
7. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2019. April. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weoselgr.aspx>.
8. Національні рахунки / Державна служба статистики України. URL: [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu\\_u/nac\\_r.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm).
9. Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2020–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 15.09.2019 № 555. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/555-2019-p>.
10. Кудряшов В. П. Управління бюджетними операціями з урахуванням фіскальних правил. *Фінанси України*. 2018. № 12. С. 31–51. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr.2018.12.031>.



11. Гасанов С. С. Фіскальні правила і фіскальна відповідальність: контекст економічної безпеки. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 7–23. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.007>.
12. Богдан Т. П. Фіскальні правила як важлива складова прогресивних фіскальних інститутів. *Фінанси України*. 2016. № 4. С. 7–26.
13. Iefutenko T. Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Фінанси України*. 2016. № 3. С. 7–14.
14. Башко В. Й. Фіскальна стійкість та бюджетні правила в Україні. *Фінанси України*. 2017. № 6. С. 26–37.
15. Гладченко Л. П. Критичний погляд на фіскальні правила діяльності уряду в українському бюджетному законодавстві. *Фінанси, облік і аудит*. 2012. Вип. 19. С. 39–46.
16. Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber. *IMF Working Paper*. 2012. 49 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf>.
17. Kumar M., Baldacci E., Schaechter A. Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances. *IMF Staff Paper*. 2009. 72 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf>.
18. Боргова стійкість державних фінансів : монографія / за ред. Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Київ : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2014. 712 с.
19. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI (у ред. від 11.01.2019). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
20. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 № 142-р. URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/249797370>.
21. Коноваленко Д. В. Фіскальні правила та регулювання дефіциту сектору загального державного управління. *Наукові праці НДФІ*. 2019. № 1. С. 18–31. URL: <https://doi.org/10.33763/npdfi2019.01.018>.
22. General government data / European Commission. URL: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-data-base-ameco/government-finance-and-other-macro-economic-data-eu-countries\\_en#general-government-data](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-data-base-ameco/government-finance-and-other-macro-economic-data-eu-countries_en#general-government-data).
23. European system of accounts ESA 2010 / Eurostat. Luxembourg : Publications Office of the European Union, 2013. 688 p. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>.
24. Protocol (No 12) on the excessive deficit procedure. *Official Journal of the European Union*. 2012. С 326/279. URL: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en\\_protocol\\_12.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_12.pdf).
25. Vade Mecum on the Stability and Growth Pact / European Commission. 2019. 108 p. URL: [https://ec.europa.eu/info/publications/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2019-edition\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2019-edition_en).
26. Інфляційний звіт / Національний банк України. 2019. Липень. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=99977784&cat\\_id=742185](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=99977784&cat_id=742185).
27. Output Gaps Working Group / Economic policy committee. URL: [https://europa.eu/epc/output-gaps-working-group\\_en](https://europa.eu/epc/output-gaps-working-group_en).
28. Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014) / IMF. URL: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
29. Богдан І. В., Коноваленко Д. В., Яра Т. Ю. Економіко-математичне моделювання державних фінансів України. *Фінанси України*. 2018. № 7. С. 27–49. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.07.027>.

30. Богдан І. В., Свиридовська А. О. Реструктуризація зовнішнього державного боргу 2015 року та її наслідки для фіскального простору України. *Фінанси України*. 2019. № 7. С. 52–71. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.07.052>.

31. State aid: Commission approves aid for financing the orderly market exit of Cyprus Cooperative Bank Ltd / European Commission. URL: [https://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-4212\\_en.htm](https://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-4212_en.htm).

32. Report from the Commission. Cyprus / European Commission. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com2019530\\_cy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com2019530_cy_en.pdf).

33. Україна отримала декілька нагород в 2019 Bond Awards від видання Global Capital / Міністерство фінансів України. 2019. 24 трав. URL: <https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-otrymala-dekilka-nahorod-v---vid-vydannia-->.

34. Fiscal Monitor / International Monetary Fund. 2019. October. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/October/English/text.ashx?la=en>.

35. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу: рішення Національного банку України від 13.07.2018 № 38-рп. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77904071>.

36. Пояснювальна записка до проекту Закону України “Про Державний бюджет України на 2019 рік” / Верховна Рада України. URL: <http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=64598&pf35401=463634>.

37. Проект Закону України “Про Державний бюджет України на 2020 рік” від 15.09.2019 № 2000 / Верховна Рада України. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=66853](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=66853).

### References

1. International Monetary Fund. (n. d.). *Fiscal Monitor Reports*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/publications/fm>.

2. State Treasury Service of Ukraine. (n. d.). *Reporting*. Retrieved from <https://www.treasury.gov.ua/ua/file-storage/vikonannya-derzhavnogo-byudzhetu> [in Ukrainian].

3. Pension Fund of Ukraine. (n. d.). *Overview of the main results of the work*. Retrieved from <https://www.pfu.gov.ua/category/informatsiya/byudzhethanalitika/oglyad-osnovnyh-pidsumkiv-roboty/> [in Ukrainian].

4. Eurostat. (n. d.). *Database*. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

5. European Commission. (2018). *Annual draft budgetary plans (DBPs) of euro area countries*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination_en).

6. European Commission. (2019). *Cyclical Adjustment of Budget Balances*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb\\_spring\\_2019.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/cabb_spring_2019.pdf).

7. International Monetary Fund. (2019, April). *World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weoselgr.aspx>.

8. State Statistics Service of Ukraine. (n. d.). *National Accounts*. Retrieved from [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu\\_u/nac\\_r.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/nac_r.htm) [in Ukrainian].

9. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2019). *On approval of the Forecast of economic and social development of Ukraine for 2020–2022* (Decree No. 555, September 15). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/555-2019-п> [in Ukrainian].

10. Kudriashov, V. P. (2018). Management of budget operations according to fiscal rules. *Finance of Ukraine*, 12, 31–51. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.12.031> [in Ukrainian].

11. Gasanov, S. S. (2018). Fiscal rules and fiscal responsibility: economic security context. *Finance of Ukraine*, 3, 7–23. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.007> [in Ukrainian].

12. Bohdan, T. P. (2016). Fiscal rules as an essential component of advanced fiscal institutions. *Finance of Ukraine*, 4, 7–26 [in Ukrainian].
13. Iefymenko, T. (2016). Fiscal Reforms and Sustainable Development in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 3, 7–14.
14. Bashko, V. Y. (2017). Fiscal sustainability and budget rules in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 6, 26–37 [in Ukrainian].
15. Hladchenko, L. P. (2012). A critical look at the fiscal rules of government activity in the Ukrainian budget legislation. *Finance, accounting and audit*, 19, 39–46 [in Ukrainian].
16. Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N., & Weber, A. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset. *IMF Working Paper*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf>.
17. Kumar, M., Baldacci, E., & Schaechter, A. (2009). Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances. *IMF Staff Paper*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf>.
18. Iefymenko, T. I., Yerokhin, S. A., & Bohdan, T. P. (Eds.). (2014). *Debt sustainability of public finances*. Kyiv: DNUU “Akademiiia finansovoho upravlinnia” [in Ukrainian].
19. Verkhovna Rada of Ukraine. (2010). *Budget Code of Ukraine* (Act No. 2456-VI, July 8). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> [in Ukrainian].
20. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2017). *On the approval of the Strategy for reforming the public financial management system for 2017–2020* (Decree No. 142-p, February 2). Retrieved from <https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/249797370> [in Ukrainian].
21. Konovalenko, D. V. (2019). Fiscal rules and general government deficit management. *RFIScientific Papers*, 1, 18–31. DOI: <https://doi.org/10.33763/npndfi2019.01.018> [in Ukrainian].
22. European Commission. (n. d.). *General government data*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/government-finance-and-other-macro-economic-data-eu-countries\\_en#general-government-data](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/government-finance-and-other-macro-economic-data-eu-countries_en#general-government-data).
23. Eurostat. (2013). *European system of accounts ESA 2010*. Luxembourg: Publications Office of the European Union. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>.
24. Protocol (No 12) on the excessive deficit procedure. (2012). *Official Journal of the European Union*, C 326/279. Retrieved from [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026en\\_protocol\\_12.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en_protocol_12.pdf).
25. European Commission. (2019). *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/publications/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2019-edition\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2019-edition_en).
26. National Bank of Ukraine. (2019, July). *Inflation report*. Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=99977784&cat\\_id=742185](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=99977784&cat_id=742185) [in Ukrainian].
27. Economic policy committee. (n. d.). *Output Gaps Working Group*. Retrieved from [https://europa.eu/epc/output-gaps-working-group\\_en](https://europa.eu/epc/output-gaps-working-group_en).
28. IMF. (2014). *Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014)*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
29. Bohdan, I. V., Konovalenko, D. V., & Yara, T. Yu. (2018). Economic and mathematical modeling of Ukraine’s public finances. *Finance of Ukraine*, 7, 27–49. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.07.027> [in Ukrainian].
30. Bohdan, I. V., Svyrydovska, A. O. (2019). Restructuring of external public debt in 2015 and its consequences for the fiscal space in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 7, 52–71. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.07.052> [in Ukrainian].

31. European Commission. (2018). *State aid: Commission approves aid for financing the orderly market exit of Cyprus Cooperative Bank Ltd*. Retrieved from [https://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-4212\\_en.htm](https://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-4212_en.htm).

32. European Commission. (2019). *Report from the Commission. Cyprus*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com2019530\\_cy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com2019530_cy_en.pdf).

33. Ministry of Finance of Ukraine. (2019, May 24). *Global Capital Bond Awards 2019: Ukraine won in two categories*. Retrieved from <https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-otrymala-dekilka-nahorod-v-vid-viddannia--> [in Ukrainian].

34. International Monetary Fund. (2019, October). *Fiscal Monitor*. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/October/English/text.ashx?la=en>.

35. National Bank of Ukraine. (2018). *About the Fundamental principles of monetary policy for 2019 and the medium term* (Decree No. 38-рД, July 13). Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77904071> [in Ukrainian].

36. Verkhovna Rada of Ukraine. (2018). *Explanatory Note to the Draft Law of Ukraine "On the State Budget of Ukraine for 2019"*. Retrieved from <http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=64598&pf35401=463634> [in Ukrainian].

37. Verkhovna Rada of Ukraine. (2019). *On the State Budget of Ukraine for 2020* (Draft Law No. 2000, September 15). Retrieved from [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=66853](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=66853) [in Ukrainian].