

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
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

А. О. Свиридовська

науковий співробітник відділу управління проектами розвитку державних фінансів НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, nastenochka@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1112-5584>

**РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЗОВНІШНЬОГО ДЕРЖАВНОГО БОРГУ
2015 РОКУ ТА ЇЇ НАСЛІДКИ ДЛЯ ФІСКАЛЬНОГО ПРОСТОРУ
УКРАЇНИ**

Анотація. Стаття присвячена проблематиці фіскального простору в контексті ризиків його звуження, пов'язаних із державними деривативами (ВВП-варантами). Узагальнено боргові фіскальні правила в країнах із ринками, що формуються. Досліджено проблеми подання інформації про державний борг України в плані її відповідності міжнародним стандартам GFSM-2014, PSDS-2013. Окрему увагу приділено зобов'язанням держави за ВВП-варантами, які згідно з міжнародними стандартами не є борговими інструментами, однак можуть стати державним боргом за відсутності інших джерел їх покриття. Проведено багатоваріантну оцінку наслідків домовленості Уряду України з міжнародними кредиторами про випуск ВВП-варантів у 2015 р. в обмін на списання й реструктуризацію частини державного боргу. Встановлено, що сукупні виплати за ВВП-варантами протягом наступних 20 років у кілька разів перевищать обсяги списаного боргу навіть за помірних темпів зростання реального ВВП. Доведено необхідність реформування системи прийняття рішень у сфері державних фінансів у контексті розширення інструментів діагностики та збільшення відповідальності держслужбовців задля запобігання завданню збитків країні, що звужують фіскальний простір і загрожують макроекономічній стабільності.

Ключові слова: державні фінанси, державні деривативи, державний борг, фіскальний простір, фіскальні правила, ВВП-варанти.

Форм. 2. Рис. 3. Табл. 3. Літ. 36.

Ivan Bohdan

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

Anastasiia Sviridovska

SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, nastenochka@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-1112-5584>

**RESTRUCTURING OF EXTERNAL PUBLIC DEBT IN 2015
AND ITS CONSEQUENCES FOR THE FISCAL SPACE IN UKRAINE**

Abstract. The article examines the relationships between fiscal space and the risks of public debt growth related to the issuance of GDP-linked warrants. The authors highlight the point of securing fiscal sustainability via debt fiscal rules implementation and show

© Богдан І. В., Свиридовська А. О., 2019

the relevant experience of emerging markets countries. Based on the recommendations of international statistical standards (GFSM- 2014, PSDS-2013), the authors reveal the problems of information disclosure on Ukraine's public debt. The reclassification of Ukraine's government debt components across the type of instruments and lenders is fulfilled. The authors emphasize the problem of reporting on public liabilities related to GDP-warrants, which are not a part of public debt, according to international standards. Rather, in the future, they can be translated into a direct public debt (when other sources of coverage will be missing). That narrows the fiscal space and mitigates the effects of fiscal rules since huge amounts of future budgetary allocations evade the threshold values of fiscal aggregates. The authors design an economic model that enables to assess the risks of GDP-warrants coming into force (Ukraine's Government issued this warrants in 2015 in exchange for a haircut on public debt under restructuring). Four scenarios of Ukraine's macroeconomic developments up to 2040 are elaborated, including the data of IMF's forecast (WEO) and Ukraine's Ministry of Economic Development and Trade (Sustainable Development Goals). The authors suggest that the cumulative payments on GDP-warrants will amount to 27,2 billion dollars over the next 20 years if real GDP average growth rates approach 4,3% annually, that is 7,5 times higher than a haircut to restructured debt in 2015. The authors' analysis and computations justify the necessity of reforming the decision-making process within a public finance system. The authors argue that some decisions incur huge losses for the government, narrow the fiscal space and endanger macroeconomic stability in the long run.

Keywords: public finances, public derivatives, public debt, fiscal space, fiscal rules, GDP-linked warrants.

JEL classification: F34, H63, H68.

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

А. А. Свиридовская

научный сотрудник отдела управления проектами развития государственных финансов НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ВНЕШНЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА 2015 ГОДА И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИСКАЛЬНОГО ПРОСТРАНСТВА УКРАИНЫ

Аннотация. Статья посвящена проблематике фискального пространства в контексте рисков его сужения, связанных с государственными деривативами (ВВП-варрантами). Обобщены долговые фискальные правила в странах с формирующимися рынками. Исследованы проблемы представления информации о государственном долге Украины в плане ее соответствия международным стандартам GFSM-2014, PSDS-2013. Особое внимание уделено обязательствам государства по ВВП-варрантам, которые согласно международным стандартам не являются долговыми инструментами, однако могут стать государственным долгом при отсутствии других источников их покрытия. Проведена многовариантная оценка последствий договоренности Правительства Украины с международными кредиторами о выпуске ВВП-варрантов в 2015 г. в обмен на списание и реструктуризацию части государственного долга. Установлено, что совокупные выплаты по ВВП-варрантам на протяжении следующих 20 лет в несколько раз превысят объемы списанного долга даже при умеренных темпах роста реального ВВП. Доказана необходимость реформирования системы принятия решений в сфере государственных финансов в

контексте расширения инструментов диагностики и увеличения ответственности госслужащих для предотвращения нанесения ущерба стране, сужающего фискальное пространство и угрожающего макроэкономической стабильности.

Ключевые слова: государственные финансы, государственные деривативы, государственный долг, фискальное пространство, фискальные правила, ВВП-варранты.

Загальним орієнтиром економічної політики держави є досягнення сталого економічного розвитку. З огляду на це в науково-практичній літературі дедалі частіше приділяється увага таким поняттям, як “фіскальний простір” і “фіскальні правила”. В останньому виданні МВФ “Fiscal Monitor” (за квітень 2019 р.) наголошується, що в найближчій перспективі фіскальна політика країн світу буде спрямована на балансування між цілями стабілізації та сталого розвитку, оскільки фіскальний простір істотно обмежений високим рівнем державного боргу [1].

У загальному значенні фіскальний простір – це здатність держави впливати на економічні процеси за допомогою своїх видатків і доходів. На нашу думку, найточніше визначення цього поняття сформулював П. Геллер: “простір у державному бюджеті, який дає змогу виділити ресурси на певні цілі без ризику втрати стійкості його фінансової позиції чи стабільності економіки” [2]. Для того щоб держава зберігала потенційні можливості для такого впливу, у світовій практиці застосовуються превентивні механізми у вигляді фіскальних правил – безпосередніх норм і процедур, котрі встановлюють граничні значення для таких показників, як державний борг, дефіцит, видатки бюджету тощо¹.

Питання сутності фіскальних правил, їхньої ролі в підтриманні боргової стійкості та механізмів їх імплементації широко розглядалися такими зарубіжними вченими, як Н. Будіна, А. Вебер, М. Канжіано, Т. Кінда, Г. Копітс [3–5] та ін. Серед вітчизняних дослідників заслуговують на увагу праці Т. П. Богдан, С. С. Гасанова, Т. І. Єфіменко, В. П. Кудряшова, І. О. Луніної, О. В. Степанової, Д. В. Твердохлібової [6–12].

Попри вагомий науковий доробок у цій сфері недостатньо вивченою з методологічної точки зору залишається проблема впливу на фіскальний простір процесів утворення очевидних і неочевидних умовних зобов'язань уряду, його зобов'язань за фінансовими деривативами тощо.

Метою статті є дослідження зв'язку між фіскальним простором та непрямыми державними зобов'язаннями у формі фінансових деривативів. Для цього авторами розроблено економіко-математичну імітаційну модель з оцінки впливу зазначених зобов'язань на обсяги державного боргу, а також оцінено наслідки укладення Кабінетом Міністрів України угоди з міжнародними кредиторами від 2015 р. щодо випуску таких державних деривативів [13].

¹ За визначенням МВФ, фіскальні правила являють собою довготривалі обмеження на фіскальну політику через числові обмеження на бюджетні агрегати (*див.*: Fiscal Rules Dataset 1985 – 2015 / IMF Fiscal Affairs Department. March, 2017. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>).

Зазвичай методи оцінювання числового значення фіскального простору базуються на показнику державного боргу та його співвідношенні з певними критичними значеннями [14]. Однак методологічна проблема полягає в тому, що величина державного боргу, котра розраховується відповідно до міжнародних стандартів [15; 16], не включає всі зобов'язання уряду, зокрема пов'язані з обслуговуванням державних деривативів, умовних очевидних і неочевидних зобов'язань. Як результат, навіть імплементовані фіскальні правила не дають змоги повноцінно діагностувати проблеми державних фінансів, запобігти їм та убезпечити останні від звуження фіскального простору.

Питання фіскального простору, фіскальної стійкості й фіскальних правил тісно пов'язані. Фіскальні правила дають можливість зберегти фіскальну стійкість, а вона, у свою чергу, – запобігти звуженню фіскального простору. Стійкість державних фінансів – це їхня здатність обслуговувати свої борги в довгостроковій перспективі. Фіскальна політика держави вважається нестійкою, якщо з часом відносний рівень боргу та витрати на його обслуговування зростають. Стійкість фіскальної політики вказує на здатність проводити тепер і в майбутньому поточну політику без змін щодо обсягу державних послуг та рівня оподаткування, котрі спричиняють постійне збільшення боргу відносно ВВП [17, с. 17]. На думку фахівців МВФ, фіскальна стійкість – здатність уряду дотримуватися заданих параметрів фіскальної політики та при цьому залишатися платоспроможним. Якщо ж певна комбінація заходів фіскальної політики на невизначено довгому часовому проміжку призводить до неплатоспроможності уряду, така політика вважається нестійкою [18].

Отже, основною передумовою фіскальної стійкості є спроможність уряду забезпечити функціональні видатки, витрати на обслуговування поточного й майбутнього боргу через майбутні доходи. Міжчасова бюджетна обмеженість задовольняється, якщо прогнозовані витрати уряду (включаючи прогнозоване збільшення пенсійних витрат) покриваються дисконтованою вартістю всіх майбутніх доходів держави [17, с. 17], тобто уряд залишається платоспроможним протягом невизначеного довгострокового періоду. За таких умов є можливість впровадження фіскальних коригувань, котрі допоможуть підтримати платоспроможність країни (тобто мати фіскальний простір). У протилежному випадку, за кризового стану, уряд буде не в змозі досягти необхідного обсягу первинного балансу бюджету, який убезпечив би країну від дефолту чи реструктуризації боргу.

Фіскальні правила, зокрема щодо державного боргу, застосовуються як у розвинутих країнах, так і в тих, що розвиваються. За даними МВФ [19], найпоширенішими з них є боргові правила, котрі встановлено в 76 країнах світу: розвинутих (24 країни)¹, з ринками, що формуються (26)² й малорозвинутих

¹ Маються на увазі Австралія, Австрія, Бельгія, Кіпр, Чехія, Данія, Естонія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Ірландія, Італія, Латвія, Литва, Люксембург, Нідерланди, Нова Зеландія, Португалія, Словаччина, Словенія, Іспанія, Швеція, Великобританія.

² До цієї групи країн входять Антигуа і Барбуда, Вірменія, Ботсвана, Бразилія, Болгарія, Хорватія, Еквадор, Екваторіальна Гвінея, Грузія, Угорщина, Індонезія, Ямайка, Малайзія,

країнах (26)¹. Таким чином, на початок 2016 р. у всіх цих країнах були імплементовані боргові правила відповідно до визначених МВФ критеріїв [20].

Перша група країн переважно складається з членів ЄС, отже, в них застосовується наднаціональне боргове правило на рівні 60 % ВВП. Для другої групи країн (із ринками, що формуються) рівень державного боргу обмежується 40–60 % ВВП, проте є винятки. Наприклад, у Намібії верхня межа становить 25 % ВВП, у Сербії – 45 (виключаючи зобов'язання реституції), а в Шрі-Ланці – 85 % ВВП (починаючи із січня 2020 р. – 60 %). У Вірменії передбачено заходи із запобігання можливому перевищенню граничного рівня боргу: якщо він сягне 50 % ВВП попереднього року, то в наступному році дефіцит повинен бути меншим за 3 % від середнього значення ВВП за останніх три роки. У Малайзії уряд запозичує лише на капітальні витрати. У свою чергу, в Еквадорі обмеження стосується сектору загального державного управління й державних нефінансових корпорацій, а показник не повинен перевищувати 40 % ВВП, при цьому борг відокремлених підрозділів держпідприємств обмежується 200 % їхнього річного доходу, а витрати на обслуговування боргу – 25 % річного доходу. В Перу обмеження щодо боргу стосується нефінансового публічного сектору (тобто сектору загального державного управління за винятком зовнішнього боргу національної нафтової компанії “Petroperu”) та встановлене на рівні 30 % ВВП. Для третьої групи, малорозвинутих країн, характерний рівень 60–70 % ВВП (у Косово й Монголії – 40 %).

Україна не входить до числа країн, де імплементовано боргові правила згідно з визначеними МВФ критеріями, хоча норма про граничний рівень державного боргу включена в Бюджетний кодекс України ще з 2001 р. [21; 22]. Оскільки в нашій державі відсутні такі критерії імплементації фіскальних правил, як моніторинг виконання, відповідальність за недотримання, примушення до виконання, гнучкість [23], МВФ не відносить її до числа країн із впровадженими фіскальними правилами.

В ЄС для регулювання макроекономічних та макрофіскальних дисбалансів використовуються два види процедур: МІР (*macroeconomic imbalance procedure*) і ЕДР (*excessive deficit procedure*), кожна з котрих включає контроль досягнення граничного значення для рівня державного боргу. Процедура МІР покликана ідентифікувати макроекономічні дисбаланси, що перешкоджають врівноваженню й нормальному функціонуванню економіки як ЄС загалом, так і країн-членів, створюють загрози для їх економічного й монетарного союзу. Крім того, ця процедура передбачає спрямування зусиль відповідних органів на корекцію та усунення виявлених дисбалансів. Процедура ЕДР запроваджена Пактом про стабільність і зростання [24] з

Мальта, Маврикій, Чорногорія, Намібія, Пакистан, Панама, Перу, Польща, Румунія, Сербія, Шрі-Ланка, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія.

¹ Ідеться про Бенін, Буркіна-Фасо, Бурунді, Камерун, Кабо-Верде, Центральноафриканську Республіку, Чад, Конго, Кот-д'Івуар, Домініку, Габон, Гренаду, Гвінею-Бісау, Кенію, Косово, Ліберію, Мальдіви, Малі, Монголію, Нігер, Руанду, Сенегал, Сент-Вінсент і Гренадини, Танзанію, Того, Уганду.

метою імплементації Маастрихтських критеріїв (кількісних обмежень на дефіцит і борг для членів валютного союзу на рівні 3 та 60 % ВВП відповідно) й вводиться починаючи з моменту перевищення цих граничних значень дефіциту та боргу, якщо їх відносний обсяг не зменшується.

Під граничним значенням показника державного боргу в практиці країн ЄС розуміють відношення обсягу прямого державного боргу до ВВП (без урахування гарантованих державою зобов'язань). Проте в менш розвинутих країнах світу, де центральні банки та інші суб'єкти економічної діяльності, що отримують кредити під державні гарантії, несумлінно виконують свої зобов'язання, у ролі критерію дотримання фіскального правила нерідко розглядається сукупний борг, у котрий входять гарантовані державою зобов'язання. Для цілей даного дослідження ми використовуватимемо прямий державний борг, зважаючи на те, що в Україні 70 % гарантованого державою боргу належить до центрального банку.

Термін “валовий борг” (*gross debt*) [16; 24] не включає гарантований державою борг, а ідентифікатор “валовий” означає лише те, що цей борг не очищується на величину її фінансових активів у вигляді боргових інструментів інших країн чи суб'єктів. Згідно із GFSM-2014 та PSDS-2013 (стандарти МВФ зі статистики державних фінансів і державного боргу, відповідно), до складу валового боргу входять такі боргові інструменти: 1) готівкова валюта та депозити; 2) боргові цінні папери; 3) позики і кредити; 4) спеціальні права за позичення (СПЗ); 5) страхові й пенсійні програми, програми стандартизованих гарантій; 6) інша кредиторська заборгованість [15; 16]. Однак у зв'язку з труднощами юридичного та інституційного характеру міжнародними стандартами допускається підготовка даних з валового боргу за скороченим переліком складових. Так, у країнах ЄС для ідентифікації валового боргу й контролю виконання відповідного фіскального правила застосовується показник, який включає тільки пункти 1–3 зазначеного списку [24]. Облік державного боргу в Україні здійснюється за складовими 1–4, що також не суперечить міжнародній практиці.

Аналізуючи рекомендації GFSM-2014 [15; 16], ми дійшли висновку, що у відображенні даних про державний борг України присутні певні методологічні розбіжності, зокрема щодо його класифікаційного поділу на внутрішній і зовнішній. Відповідно до GFSM-2014 ідентифікація й емітентів фінансових інструментів, і держателів цінних паперів ґрунтується на їх резидентній приналежності. Із цього випливає, що облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), котрі перебувають у власності нерезидентів (близько 5 % загального підсумку), повинні відноситися до зовнішнього сектору, тобто відображатись у складі зовнішнього боргу. Проте, за методологією Мінфіну, всі наявні ОВДП належать до внутрішнього боргу країни [25]. У рамках цього дослідження автори самостійно перекласифікували відповідну частину державного боргу (табл. 1, 2). Величина корекції (збільшення) зовнішнього боргу внаслідок перекласифікації ОВДП нерезидентів становить 0,3 % загального боргу в умовах 2018 р., але їхня частка стрімко зростає й на кінець квітня

Таблиця 1. Державний прямий борг України в розрізі секторів-кредиторів

Показник	% до підсумку						% ВВП							
	2008	2010	2013	2015	2016	2017	2018	2008	2010	2013	2015	2016	2017	2018
Державний прямий борг	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	13,2	28,9	31,5	67,1	69,2	61,5	52,3
Внутрішній прямий борг	33,4	40,3	51,0	36,4	40,2	40,8	40,6	4,4	11,6	16,1	24,4	27,8	25,1	21,2
Фінансовий сектор	29,3	38,8	49,1	35,9	39,3	40,0	39,6	3,9	11,2	15,5	24,1	27,2	24,6	20,7
Національний банк України	21,0	21,2	32,0	29,4	23,3	19,8	18,9	2,8	6,1	10,1	19,7	16,1	12,2	9,9
Банки	7,8	16,9	16,3	6,1	15,5	19,7	20,2	1,0	4,9	5,1	4,1	10,7	12,1	10,6
Інші фінансові організації	0,5	0,7	0,7	0,3	0,5	0,5	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Нефінансовий сектор	4,2	1,4	1,9	0,5	1,0	0,7	0,7	0,6	0,4	0,6	0,3	0,7	0,4	0,3
Юридичні особи	4,2	1,4	1,9	0,5	1,0	0,7	0,7	0,6	0,4	0,6	0,3	0,7	0,4	0,3
Домогосподарства та некомерційні організації	-	-	-	-	-	0,1	0,3	-	-	-	-	-	0	0,2
Фізичні особи	-	-	-	-	-	0,1	0,3	-	-	-	-	-	0	0,2
Зовнішній прямий борг	66,6	59,7	49,0	63,6	59,8	59,2	59,4	8,8	17,2	15,5	42,7	41,4	36,4	31,1
ОЗДП, позики офіційних кредиторів, кредити	65,8	56,2	46,5	61,9	59,4	58,9	59,1	8,7	16,2	14,7	41,6	41,1	36,2	30,9
ОВДП у власності нерезидентів	0,7	3,5	2,6	1,7	0,4	0,3	0,3	0,1	1,0	0,8	1,1	0,3	0,2	0,2

Складено на основі розрахунків за даними Міністерства фінансів України та Національного банку України.

Таблиця 2. Державний прямий борг України за типом боргового інструмента

Показник	% до підсумку								% ВВП							
	2008	2010	2013	2015	2016	2017	2018	2018	2010	2013	2015	2016	2017	2018		
Державний прямий борг	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	28,9	31,5	67,1	69,2	61,5	52,3		
Внутрішній прямий борг	33,4	40,3	51,0	36,4	40,2	40,8	40,6	40,6	11,6	16,1	24,4	27,8	25,1	21,2		
ОВДП у власності резидентів	24,9	39,2	50,3	36,2	40,1	40,7	40,4	40,4	11,3	15,9	24,3	27,7	25,0	21,1		
Кредити	8,5	1,0	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Зовнішній прямий борг	66,6	59,7	49,0	63,6	59,8	59,2	59,4	59,4	17,2	15,5	42,7	41,4	36,4	31,1		
ОВДП у власності нерезидентів	0,7	3,5	2,6	1,7	0,4	0,3	0,3	0,3	1,0	0,8	1,1	0,3	0,2	0,2		
ОЗДП	36,9	17,5	28,9	31,1	31,4	31,3	33,5	33,5	5,0	9,1	20,9	21,7	19,3	17,5		
Кредити	29,0	34,1	14,4	27,7	25,3	24,9	23,1	23,1	9,8	4,5	18,6	17,5	15,3	12,1		
Позики міжнародних фінансових організацій	18,8	25,7	12,9	25,3	22,5	22,2	19,9	19,9	7,4	4,1	17,0	15,6	13,7	10,4		
Офіційні позики	10,2	3,5	1,5	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	1,0	0,5	1,6	1,9	1,7	1,3		
Комерційні позики	0	4,9	0	0	0	0	0,6	0,6	1,4	0	0	0	0	0,3		
Спеціальний розподіл СПЗ	0	4,7	3,2	3,1	2,7	2,7	2,5	2,5	1,3	1,0	2,1	1,9	1,6	1,3		

Складено на основі розрахунків за даними Міністерства фінансів України та Національного банку України.

2019 р. становила вже 2 % загального підсумку. Хоча вона ще не досягла свого максимального рівня у 2010 р. (3,5 %), вартість обслуговування ОВДП, що випускаються у 2019 р., є вдвічі вищою, ніж випущених у 2010 р.

За даними Мінфіну, максимальний рівень прямого державного боргу України зафіксований у 2016 р. – 69,2 % ВВП (у 2013 р. – 31,5 % ВВП). Останніми роками спостерігається його зниження: до 52,3 % ВВП на кінець 2018 р. та до 50,6 % ВВП на кінець квітня 2019 р. Проте це зменшення державного боргу зумовлене не стільки поліпшенням ефективності його управління чи динаміки економічного зростання, скільки реальною ревальвацією національної валюти. Під впливом надходження коштів міжнародних інвесторів, котрих привабили надвисокі ставки *короткострокових* внутрішніх гривневих державних запозичень (під 18–20 % річних) курс національної валюти тимчасово стабілізувався, при цьому генерована структурними чинниками інфляція й далі зростає щонайменше на 10 % на рік. Унаслідок зазначених процесів валютна частина державного боргу України (близько 64 % для прямого боргу загального підсумку) при перерахунку на гривні з кожним роком становить меншу частку ВВП, оскільки майже 90 % приросту останнього припадає на інфляційну складову й тільки 10 % – на реальне зростання (дані за 2017–2018 рр.). Починаючи з 2015 р. структура державного прямого боргу залишається сталою: внутрішній борг становить близько 40 % ВВП, відповідно зовнішній – 60 % (див. табл. 2).

Аналізуючи державний борг за секторами-кредиторами, не можна не помітити, що серед них дуже мало фізичних осіб – цей сектор становить лише 0,3 % від загального підсумку. Для порівняння: в країнах ЄС, котрі за останні десятиліття стикалися з проблемами обслуговування державного боргу¹, частка населення з-поміж кредиторів дорівнювала в середньому 9,7 % на кінець 2017 р. (від 3,4 % на Кіпрі до 18,7 % в Угорщині); в Японії у різні роки – 1–5 % [26; 27]. На наш погляд, у ситуації, коли державі доводиться запозичувати на зовнішніх ринках під 8–10 % річних, можна було б більш активно розповсюджувати ОВДП серед населення, у якого на руках знаходиться майже 85,7 млрд дол. США (обсяг готівкової валюти поза банками на кінець 2018 р. [28]).

З 2010 р. майже весь внутрішній прямиий борг України припадає на державні цінні папери (ОВДП) і тільки незначна частка – на кредити. Зовнішній борг переважно представлений облігаціями зовнішньої державної позики (ОЗДП; понад 30 %) та позиками міжнародних фінансових організацій (майже 20 %). Частка позик урядів інших держав становить близько 2,5 %, а комерційних 0–1 %. Згідно з World Economic Outlook за квітень 2019 р. у середньорічній перспективі в Україні очікується поступове скорочення частки прямого державного боргу до 43,7 % ВВП, а дефіциту – до 2 % ВВП у 2024 р. [29].

Таким чином, загальний стан боргової безпеки в Україні, на перший погляд, видається прийнятним, адже рівень державного боргу нижчий від 60 % ВВП і далі зменшується. Однак слід звернути увагу на таке: окрім зга-

¹ Маються на увазі Угорщина, Португалія, Італія, Кіпр, Ірландія.

даного ризику, пов'язаного з валютною складовою суверенного боргу, є інший аспект – частина державних зобов'язань України за діючою методологією *не обліковується* у складі державного боргу, оскільки відповідно до міжнародних стандартів вони не належать до компонентів валового державного боргу. Йдеться про державні деривативи, або так звані ВВП-варанти (англ. *warrant* – повноваження, довіреність), тобто прямі гарантії Уряду у формі похідних фінансових інструментів, котрі передбачають майбутні виплати державою їх власникам у разі, якщо ВВП досягне певного значення¹.

ВВП-варанти почали використовуватися для розв'язання проблем національного дефолту й реструктуризації державного боргу та набули поширення в 1980-х роках, після боргової кризи країн, що розвиваються. Як правило, умови випуску ВВП-варантів не створювали надмірного тиску на майбутній фіскальний простір країни. Наприклад, уряд Аргентини у 2005 і 2010 рр. у ході реструктуризації зовнішнього боргу емітував ВВП-варанти, котрі надавали право інвесторам на отримання протягом 30 років доходу в розмірі 5 % приросту ВВП, якщо збільшення реального ВВП перевищить 3 % на рік [30]. Проте загальна сума виплат обмежувалася заздалегідь визначеною величиною. Уряд Греції у 2012 р. випустив ВВП-варанти, що передбачають виплати в разі зростання реального ВВП більш ніж на 2 % на рік, при цьому річна сума виплат обмежена 1 % певної, заздалегідь визначеної величини [31].

Однак умови, на яких у 2015 р. було реструктуризовано зовнішній борг України, істотно відрізнялися від тогочасної міжнародної практики. В нашій країні виплати за ВВП-варантами не обмежені ні максимальним розміром приросту ВВП, ні загальною сумою виплат, а самі виплати можуть сягати 40 % додаткового приросту ВВП. Це означає, що за наявності високих темпів зростання ВВП (понад 4 %), виникають нові ризики виконання державою своїх зобов'язань, включаючи загрозу дефолту. Додаткові масштабні виплати потрібно буде профінансувати за рахунок або інших функціональних видатків, або запровадження додаткових податків, або нових боргів. Найімовірнішим убачається сценарій рефінансування виплат за державними деривативами шляхом нарощування прямого державного боргу. Крім того, оскільки майбутні виплати за деривативами будуть здійснюватися в іноземній валюті (за поточним курсом), це створюватиме додаткові загрози для стабільності курсу гривні.

У 2015 р. Уряд України та комітет її кредиторів уклали угоду про реструктуризацію та часткове списання державного боргу, котра передбачала такі умови [32, с. 39]:

- 1) списання боргу в розмірі 3,6 млрд дол. США (20 % усієї суми);
- 2) реструктуризація 14,4 млрд дол. із подовженням терміну погашення єврооблігацій на чотири роки, а саме з 2015–2023 рр. до 2019–2027 рр.;

¹ Термін “державний дериватив” визначається національним законодавством як “цінний папір, що розміщується державою на міжнародних фондових ринках і підтверджує зобов'язання України відповідно до умов розміщення цього цінного папера здійснити виплати власнику цього цінного папера в разі досягнення певних показників ВВП України, а також здійснити інші виплати” (*див.*: Про цінні папери та фондовий ринок : закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20170604#n352>).

3) збільшення розміру купону до 7,75 % (було 7,2 %);

4) випуск Урядом України інструментів повернення вартості (ВВП-варантів), що передбачають можливі платежі для держателів таких облігацій протягом 2021–2040 рр., якщо номінальний ВВП перевищить 125,4 млрд дол. США, а реальне зростання ВВП – 3 %.

Безпосередній порядок розрахунку виплат за ВВП-варантами затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 11.11.2015 № 912, згідно з якою передбачено три варіанти виплат [13]:

1) нуль, якщо (а) показник приросту реального ВВП у відповідному звітному році менший чи дорівнює 3 %, або (б) ВВП є нижчим від гривневого еквівалента 125,4 млрд дол. США;

2) якщо приріст реального ВВП у відповідному звітному році є вищим, ніж 3 %, та нижчим, ніж 4 %, то виплати розраховуються за формулою:

$$VRI_{payment_t} = 15\% \cdot UAH_NGDP_{t-3} \cdot (1 + GDP_Def_{t-2}) \times (RGDP_Growth_{t-2} - 3\%); \quad (1)$$

3) якщо приріст реального ВВП у відповідному звітному році перевищує 4 %, то виплати обчислюються за формулою:

$$VRI_{payment_t} = 15\% \cdot UAH_NGDP_{t-3} \cdot (1 + GDP_Def_{t-2}) \cdot 1\% + 40\% \cdot UAH_NGDP_{t-3} \cdot (1 + GDP_Def_{t-2}) (RGDP_Growth_{t-2} - 4\%), \quad (2)$$

де $VRI_{payment}$ – щорічні виплати за ВВП-варантами; t – рік виплати; UAH_NGDP – номінальний ВВП у гривневому виразі; GDP_Def – дефлятор ВВП; $RGDP_Growth$ – зростання реального ВВП.

Отже, процедура виплат за ВВП-варантами передбачає, що, тільки-но економіка досягне реального зростання у 3 %, починаючи з наступного періоду (року) повинні проводитися розрахунки майбутніх виплат за даними цінними паперами, проте їх сплата відтермінується на два роки. Тобто, якби економіка України задовольнила зазначені вимоги у 2019 р., то через два роки, у 2021-му, слід здійснити належні виплати за ВВП-варантами. Загальний період нарахувань і сплат становить 20 років.

Таким чином, державні деривативи на ВВП України являють собою прямі зобов'язання держави у формі похідних фінансових інструментів, ціна котрих повністю залежить від економічної ситуації в країні. Також це умовні зобов'язання нашої держави, оскільки є ряд вимог, що мають виконуватися для того, щоб сплата за цими цінними паперами відбулася.

Незважаючи на вкрай специфічні першопричини утворення боргу України (військова агресія РФ і зміна вектора розвитку країни), умови домовленості Уряду України з кредиторами виявилися відносно гіршими за стандартні, які вже застосовувалися в Аргентині, Греції та інших державах, а саме [33]:

1) сума “списання” (3,6 млрд дол. США) була порівняно малою, адже це лише 20 % проблемного боргу. Стандартним підходом до визначення суми списання є поточні котирування державних цінних паперів на вторинному ринку. Оскільки єврооблігації України у 2014–2015 рр. котирувалися на рівні

55–60 % номіналу, за загального обсягу реструктуризації близько 18 млрд дол. США можна було б очікувати 7–10 млрд дол. “списання”. У світовій практиці 1998–2012 рр. траплялися випадки списання до 81,5 % боргу: Росія (1998 р.) – 36,4 % списання; Греція (2012 р.) – 53,5, Молдова (2002 р.) – 56,3; Еквадор (2009 р.) – 68,6; Ірак (2004 р.) – 81,5 % [33];

2) ВВП-варанти України передбачають “повернення” списаного боргу у вигляді 15–40 % приросту ВВП, що вище, ніж, наприклад, для Аргентини, де відсоток “вилучення” становить тільки 5 % додаткового приросту ВВП;

3) стея сумарних виплат за ВВП-варантами України необмежена. В результаті виплати можуть сягнути навіть 100 млрд дол. США, якщо реальний ВВП зростатиме з темпами 7 % і вище. Водночас, якби стея таких виплат була обмежена аналогічно підходу, що застосовувався в Аргентині, то максимально можливі виплати України за 20 років становили б лише 6,9 млрд дол. США.

У світовій практиці розв’язання проблем постдефолтного відновлення економіки застосовуються механізми пакетної допомоги, наприклад, Греція у 2010–2018 рр. від офіційних кредиторів отримала 193 млрд євро.

Міжнародними стандартами [15; 16] рекомендується складати й поширювати дані щодо похідних фінансових інструментів у ролі довідкової інформації до статистики державного боргу, оскільки такі інструменти можуть збільшувати майбутні прямі зобов’язання держави. У Середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки зазначено про наявність такого інструменту, як державні деривативи, котрі “не є частиною державного боргу”, однак не міститься жодних оцінок щодо розміру виплат чи потенційних ризиків зростання боргових зобов’язань держави у зв’язку з цими виплатами [34]. Тобто питання моніторингу ризиків, пов’язаних з ВВП-варантами, потребує вирішення в рамках завдань із реформування системи управління державними фінансами.

Умови виплат за ВВП-варантами суттєво утруднюють можливість виконання планів довгострокового розвитку України. Наприклад, Мінекономрозвитку спільно з ООН у 2017 р. підготувало національну доповідь “Цілі сталого розвитку: Україна” [35], згідно з якою очікується, що вже у 2025–2030 рр. вітчизняна економіка зростатиме з темпами 6–7 % на рік. Однак, як показують розрахунки авторів, така динаміка згенерує виплати зовнішнім кредиторам на рівні 21,4 млрд дол. США тільки за перших 10 років дії угоди про реструктуризацію державного боргу України, а за всі 20 років – 75,6 млрд дол.

Між тим у 2018 р. ВВП України в доларовому еквіваленті наразі досяг мінімально необхідного розміру для здійснення нарахувань за ВВП-варантами (128 млрд дол. США > 125,4 млрд дол. США). Таким чином, вже за результатами 2019 р. буде проводитися нарахування перших виплат за ВВП-варантами, якщо приріст ВВП перевищить 3 %. Перша сплата відбудеться у 2021 р., остання – у 2040 р.

Для оцінки ризиків впливу виплат за ВВП-варантами на розмір державного боргу авторами розроблено економіко-математичну модель, котра дає змогу прорахувати різні сценарії економічного розвитку та оцінити відпо-

Таблиця 3. Виплати за ВВП-варантами за різних умов зростання економіки України протягом 2019–2040 рр.

Показник	Варіант 1 (3,5%)*	Варіант 2 (4,3%)*	Варіант 3 (5,7%)*	Варіант 4 (6,2%)*
Валовий внутрішній продукт України				
Кумулятивний приріст за період, %	113,4	150,9	235,9	272,9
На одну особу населення за ПКС у 2040 р., дол. США	18 039	21 210	28 390	30 773
% ВВП Польщі за 2018 р.	63,5	74,7	100,0	108,4
Розрахункові виплати за ВВП-варантами за період				
млрд дол. США	5,7	27,2	82,1	75,6
% ВВП 2019 р.	4,0	19,2	57,9	56,5
Прямий державний борг на кінець 2019 р., % ВВП				
без ВВП-варантів	49,1	49,1	49,1	49,1
із виплатами за ВВП-варантами	53,1	68,3	107,0	105,5

* У дужках зазначено середній приріст ВВП за реалізації даного варіанта.

Складено авторами.

відні ефекти. Базовим варіантом середньострокового прогнозу розвитку економіки (на 2019–2024 рр.) обрано оцінку МВФ [29]. Довгостроковий прогноз зростання економіки України розглядався за такими варіантами (табл. 3):

Варіант 1 (умовно песимістичний), за якого не передбачається високих темпів зростання, починаючи з 2025 р. закладається поступове рівномірне збільшення реального ВВП до 4 % у 2040 р., тобто його темп за жоден із років не перевищить 4 %, а середнє зростання у 2019–2040 рр. становитиме 3,5 %, отже, можлива друга складова виплат (у разі збільшення понад 4 %) завжди буде відсутня.

Варіант 2 (реалістичний), згідно з котрим очікується дещо істотніше зростання, ніж у першому випадку. За цього варіанта річний реальний приріст ВВП поступово підвищуватиметься до 6 % у 2040 р. (середнє зростання за 2019–2040 рр. становитиме 4,3 %).

Варіант 3 (оптимістичний), що відображає амбіційні прагнення нашої держави. За основу взято курс на поступове досягнення Україною у 2040 р. рівня життя Польщі, котрий вона мала у 2018 р. У такому разі річний приріст реального ВВП сягне 9,7 % у 2040 р. (середнє збільшення цього показника протягом 2019–2040 рр. повинне становити 5,7 % на рік).

Варіант 4 (програмний), яким передбачено параметри програмних цілей сталого розвитку, прийнятих Україною в рамках приєднання до ініціативи ООН за проектом “Перетворення нашого світу: Порядок денний у сфері сталого розвитку на період до 2030 року” [35]. Згідно з цими параметрами, Україна планує у 2030 р. досягти темпів реального ВВП на рівні 7 % на рік за інфляції в розмірі 5 % на рік (середнє зростання ВВП за 2019–2040 рр. має становити 6,2 % на рік).

Результатом модельних розрахунків є умовна величина обсягу прямого державного боргу на кінець 2019 р., котра включає майбутні виплати за ВВП-варантами, а також щорічна динаміка таких виплат у перспективі до 2040 р. (табл. 3, рис. 1–3).

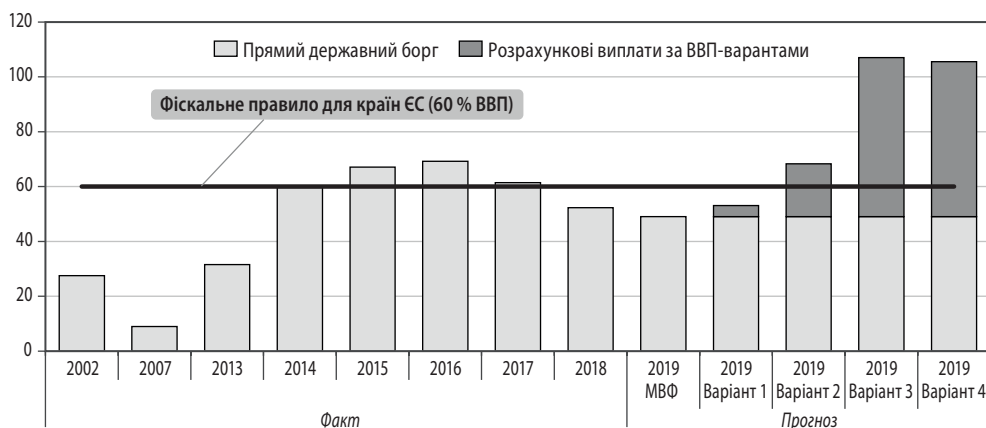


Рис. 1. Прямий державний борг і виплати за ВВП-варіантами, % ВВП

Побудовано авторами.

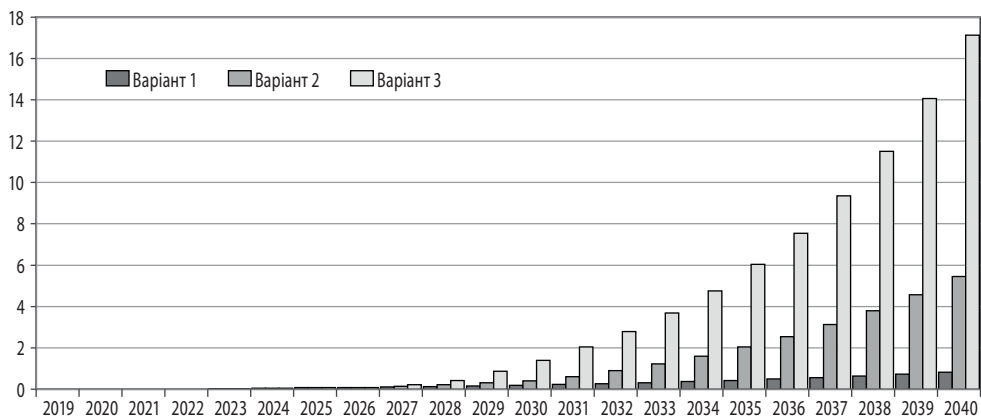


Рис. 2. Виплати за ВВП-варіантами за різних сценаріїв розвитку економіки, млрд дол. США

Побудовано авторами.

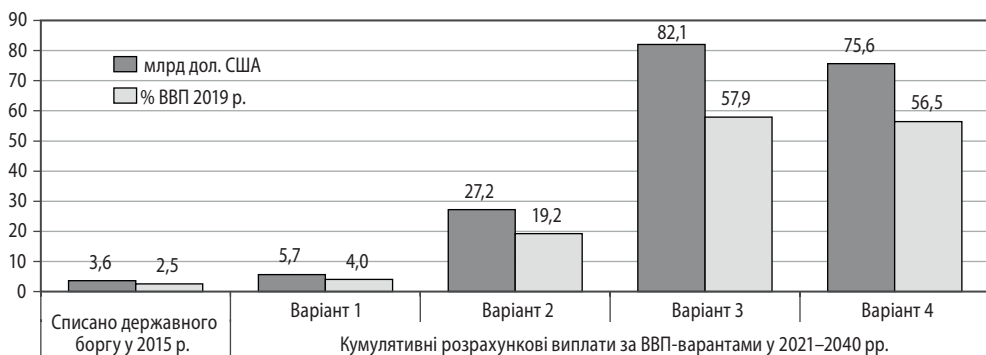


Рис. 3. Кумулятивні розрахункові виплати за ВВП-варіантами та обсяг списаного державного боргу

Побудовано авторами.

На рис. 1 відображено умовне збільшення державного прямого боргу за підсумками 2019 р. унаслідок можливих майбутніх виплат за ВВП-варіантами. Як бачимо, за першим (песимістичним) сценарієм не спостерігається порушення боргового фіскального правила (60 % ВВП). Однак у всіх інших варіантах ризик фіскальної нестабільності є істотним: за другим варіантом перевищення боргового правила становитиме 8,3 %, за третім – 47, за четвертим – 45,5 %.

Прогресія виплат за ВВП-варіантами посилюватиметься при нарощуванні річних темпів приросту реального ВВП. Наприклад, у другому варіанті макроекономічної динаміки у 2038 р. заплановано збільшення реального ВВП на 5,7 %. Воно згенерує виплати за ВВП-варіантами лише у 2040 р. у обсязі 5,5 млрд дол. США, що вже в 1,5 раза перевищує суму 3,6 млрд дол., тобто всього списаного у 2015 р. боргу (*див.* рис. 2).

Як засвідчили модельні розрахунки, кумулятивні виплати за ВВП-варіантами за повний 20-річний цикл, навіть у разі реалізації першого варіанта та повільних темпів зростання, сягнуть 5,7 млрд дол., що майже вдвічі перевищує суму списаного боргу (*див.* рис. 3). Якщо ж Україна демонструватиме динаміку досягнення амбітніших цілей (аніж 60 % від рівня життя Польщі зразка 2018 р.), то суми виплат за ВВП-варіантами набувають значно більших масштабів: за варіантом 2 – 27,2 млрд дол. США (у 8 разів вище списаного боргу), за варіантом 3 – 82,1 млрд дол. (у 23 рази вище), за варіантом 4 – 75,6 млрд дол. США (в 21 раз вище).

Отже, описаний механізм виплат за ВВП-варіантами несе істотні ризики звуження фіскального простору та підриває потенційні можливості економічного відновлення, утворюючи нескінченний борговий цикл. Це, у свою чергу, не покращує інвестиційний клімат України в очах потенційного інвестора. Економіка, зростання якої обмежується замкненим колом запозичень і погашень державного боргу, не спроможна згенерувати вагомий рівень попиту та забезпечити розширене відтворення, і тому не є привабливою для системного реального інвестора [36].

Проведені розрахунки доводять необхідність підвищення наукового обґрунтування прийняття рішень у сфері управління державними фінансами. Очевидно, що ті параметри реструктуризації боргу, на які погодився Уряд України, є неприйнятними з точки зору перспектив довгострокового розвитку національної економіки. Тому підвищення професійного рівня кадрового складу центральних органів влади, відповідальних за прийняття рішень у сфері фіскальної політики, має бути одним із напрямів реформування державної служби, а особи, котрі припускаються помилок (з необачності чи інших причин), які призводять до колосальних державних збитків, повинні бути притягнуті до відповідальності й покарані.

Підсумовуючи результати проведених досліджень, можна зазначити таке. Концепція фіскального простору як здатність держави за допомогою власних видатків і доходів впливати на економічні процеси в країні, не порушуючи макроекономічну стабільність та фіскальну стійкість, належить

до ключових елементів сучасної практики управління державними фінансами. Безпосереднім інструментом у цьому процесі є фіскальні правила, котрі виступають обмежуючими індикаторами для політичних рішень і встановлюють граничні значення для фіскальних агрегатів.

Збереження обсягу державного боргу на постійному рівні або зменшення його величини до безпечної є важливим критерієм фінансової стійкості. Постійно зростаючий державний борг із часом ускладнює залучення нових позик та призводить до додаткової емісії чи до дефолту.

У процесі підготовки статистичних даних про державний борг в Україні слід обов'язково враховувати оцінку виплат за державними деривативами, які за міжнародними стандартами не є складовою державного боргу, проте в перспективі можуть перетворитися на прямий державний борг за відсутності інших джерел їх покриття. Без об'єктивного аналізу ризиків, пов'язаних із державними деривативами, застосування фіскальних правил (з обмеження прямого боргу й дефіциту) як інструмента управління державними фінансами втрачає сенс, оскільки значні обсяги бюджетних трансакцій оминають визначені граничні рівні фіскальних агрегатів.

Поточний розрахунковий рівень державного боргу України з урахуванням майбутніх виплат за державними деривативами становить близько 70 % ВВП (варіант 2 розрахунків за середньорічних темпів зростання реального ВВП у 4,3 %), з котрих майже 30 % припадає на виплати за ВВП-варантами і близько 70 % – на прямий державний борг. Зважаючи на необмежений характер виплат за ВВП-варантами ця процедура вбачається такою, що несе найбільший ризик фіскальній стійкості та макроекономічній стабільності нашої країни в довгостроковій перспективі. Якщо зростання реального ВВП перевищить 4 %, сума виплат за ВВП-варантами вимірюватиметься багатомільярдними сумами, в кілька разів більшими від обсягу списаного боргу, в рахунок котрого були випущені ці деривативи у 2015 р.

Оскільки процедура виплат за ВВП-варантами створює додаткові ризики для державного боргу та знижує ефективність застосування фіскальних правил, у підсумку це призводить до звуження фіскального простору. Для забезпечення державних фінансів від ризиків його звуження внаслідок майбутніх виплат за ВВП-варантами необхідно зробити такі кроки:

- запровадити процедуру щорічного звітування Мінфіну про оцінки ризиків, пов'язаних із виплатами за ВВП-варантами;
- ввести жорстку систему відповідальності державних службовців, чerez дії яких держава зазнає колосальних фінансових збитків;
- розглянути можливість зворотного викупу ВВП-варантів, випущених Україною у 2015 р. на міжнародних фінансових ринках;
- ініціювати переговори з міжнародними офіційними та приватними кредиторами/донорами щодо започаткування нових програм кредитної підтримки модернізації і розвитку реального сектору національної економіки й розширення грантової підтримки Уряду України, з метою кардинального підвищення темпів економічного зростання та безпроблемного обслуговування накопичених боргів.

Список використаних джерел

1. Fiscal Monitor. Curbing Corruption / International Monetary Fund. April 2019. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2019/April/English/text.ashx?la=en>.
2. Heller P. Fiscal Space: What it is and how to get it. *Finance and Development*. 2005. Vol. 2. No. 2. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/06/basics.htm>.
3. Fiscal rules in response to crisis – toward the “Next-Generation” rules / A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber. *IMF Working Paper*. 2012. No. 12/187. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf>.
4. Public Financial Management and its Emerging Architecture / M. Cangiano, T. Curristine, M. Lazare (eds.). Washington, D. C. : International Monetary Fund, 2013. URL: <https://www.elibrary.imf.org/abstract/IMF071/20033-9781475531091/20033-9781475531091/20033-9781475531091.xml>.
5. Kopits G. Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices. *OECD Journal on Budgeting*. 2011. Vol. 11. P. 1–18. URL: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Independent-Fiscal-Institutions-Developing-good-practices.pdf>.
6. Богдан Т. П. Координація фіскальної політики та механізми обмеження державного боргу й дефіциту в ЄС. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 24–42.
7. Гасанов С. С. Фіскальні правила і фіскальна відповідальність: контекст економічної безпеки. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 7–23.
8. Єфименко Т. І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів. *Фінанси України*. 2017. № 9. С. 7–28.
9. Кудряшов В. П. Управління бюджетними операціями з урахуванням фіскальних правил. *Фінанси України*. 2018. № 12. С. 31–51.
10. Луніна І. О. Ризики довгострокової платоспроможності держави. *Фінанси України*. 2017. № 4. С. 7–21. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2017_4_3.
11. Степанова О. В. Фіскальна стійкість в умовах становлення економіки довголіття. *Економіка та прогнозування*. 2019. № 1. С. 35–50.
12. Твердохлібова Д. В. Депозитні та кредитні операції: вплив на доходи бюджету України : наук. доп. / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2016. 140 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/296.pdf>.
13. Про здійснення у 2015 році правочинів з державним та гарантованим державою боргом з метою його реструктуризації і часткового списання : постанова Кабінету Міністрів України від 11.11.2015 № 912. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/912-2015-п>.
14. Fiscal Space / J. D. Ostry, A. R. Ghosh, J. I. Kim, M. S. Qureshi. *IMF Staff Position Note*. 2010. No. SPN/10/11. P. 3, 4. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1011.pdf>.
15. Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014) / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
16. Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users / International Monetary Fund. 2013. URL: <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds2013.pdf>.
17. Directorate-General for Economic and Financial Affairs : Fiscal Sustainability Report 2012 / European Commission. European Union, 2012.
18. Fiscal Sustainability: A 21st Century Guide for the Perplexed / Prepared by E. Tanner. *IMF Working Paper*. 2013. April.
19. Fiscal Rules Dataset 1985–2015 / IMF Fiscal Affairs Department. March, 2017. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>.
20. Fiscal Rules at a Glance / International Monetary Fund. March, 2017. 82 p. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/Fiscal%20Rules%20at%20a%20Glance%20-%20Background%20Paper.pdf>.

21. Бюджетний кодекс України від 21.06.2001 № 2542-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2542-14/ed20101019>.

22. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI (у редакції від 11.01.2019, підстава – № 2646-VIII). *ВВР*. 2010. № 50-51. Ст. 572.

23. Коноваленко Д. В. Фіскальні правила та регулювання дефіциту сектору загального державного управління. *Наукові праці НДФІ*. 2019. № 1. С. 18–31.

24. Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2018 Edition / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2018-edition_en.

25. Боргова статистика. Державний борг та гарантований державою борг / М-во фінансів України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>.

26. Data. Database. Structure of government debt. General government debt / Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

27. Debt Management Report. Ministry of Finance, Japan. 2018. URL: https://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2018/esaimu2018-mokuji.pdf.

28. Міжнародна інвестиційна позиція (за методологією КПБ6) / Нац. банк України. 2018. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208377>.

29. Growth Slowdown, Precarious Recovery. World Economic Outlook / International Monetary Fund. 2019. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>.

30. Guzman M. An analysis of Argentina's 2001 default resolution. *CIGI Papers*. 2016. No. 110. URL: https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/CIGI%20Paper%20No.110WEB_0.pdf.

31. Morgan Stanley research: Greece: Trading After the PSI. March, 2012. URL: <https://goo-gl.su/U9W1Osz>.

32. Country Report No. 16/320 / International Monetary Fund. 2016, September.

33. Богдан І. Державні деривативи 2015 року – аналіз адекватності домовленостей з кредиторами. *Investgazeta*. 2019. 12 черв. URL: <https://investgazeta.ua/blogs/derzhavni-derivativi-2015-roku-analiz-adekvatnosti-domovlenosti-z-kreditorami>.

34. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки : постанова Кабінету Міністрів України від 05.06.2019 № 473. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-p>.

35. Цілі сталого розвитку: Україна : нац. доп. 2017 / М-во екон. розвитку і торгівлі України. URL: <http://me.gov.ua/Documents/Download?id=22e86f94-a9dd-421e-adcb-e38748a4b7cb>.

36. Public Debt Through the Ages / B. Eichengreen, A. El-Ganainy, R. P. Esteves, K. J. Mitchener. *IMF Working Papers*. 2019. WP/19/6. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2019/wp1906.ashx>.

References

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

2. Heller, P. (2005). Fiscal Space: What it is and how to get it. *Finance and Development*, Vol. 2, No. 2. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/06/basics.htm>.

3. Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N., & Weber, A. (2012). Fiscal rules in response to crisis – toward the “Next-Generation” rules. *IMF Working Paper*, 12/187. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf>.

4. Cangianno, M., Curristine, T., & Lazare, M. (Eds.). (2013). *Public Financial Management and its Emerging Architecture*. Washington, D. C.: International Monetary Fund. Retrieved from <https://www.elibrary.imf.org/abstract/IMF071/20033-9781475531091/20033-9781475531091/20033-9781475531091.xml>.

5. Kopits, G. (2011). Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices. *OECD Journal on Budgeting*, 11, 1–18. Retrieved from <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Independent-Fiscal-Institutions-Developing-good-practices.pdf>.
6. Bohdan, T. P. (2018). Fiscal policy coordination and limitation of government debt and deficit in the EU. *Finance of Ukraine*, 3, 24–42 [in Ukrainian].
7. Gasanov, S. S. (2018). Fiscal rules and fiscal responsibility: economic security context. *Finance of Ukraine*, 3, 7–23 [in Ukrainian].
8. Iefymenko, T. I. (2017). Fiscal space and stabilization of public finance. *Finance of Ukraine*, 9, 7–28 [in Ukrainian].
9. Kudriashov, V. P. (2018). Management of budget operations according to fiscal rules. *Finance of Ukraine*, 12, 31–51 [in Ukrainian].
10. Lunina, I. O. (2017). Risks of the long-term solvency of the state. *Finance of Ukraine*, 4, 7–21. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2017_4_3 [in Ukrainian].
11. Stepanova, O. V. (2019). Fiscal sustainability under the conditions of emerging longevity economy. *Economy and forecasting*, 1, 35–50 [in Ukrainian].
12. Tverdokhlibova, D. V. (2016). *Deposit and credit operations: the impact on the budget revenues of Ukraine*. Kyiv: NAN Ukrainy, Instytut ekonomiky ta prohozuvannia. Retrieved from <http://ief.org.ua/docs/sr/296.pdf> [in Ukrainian].
13. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2015). *About realization in 2015 of transactions with state and guaranteed state debt for the purpose of its restructuring and partial write-off* (Decree No. 912, November 11). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/912-2015-п> [in Ukrainian].
14. Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). Fiscal Space. *IMF Staff Position Note*, SPN/10/11. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1011.pdf>.
15. International Monetary Fund. (2014). *Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014)*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf>.
16. International Monetary Fund. (2013). *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. Retrieved from <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds2013.pdf>.
17. European Commission, European Union. (2012). *Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Fiscal Sustainability Report 2012*.
18. Tanner, E. (2013). Fiscal Sustainability: A 21st Century Guide for the Perplexed. *IMF Working Paper*, April.
19. IMF Fiscal Affairs Department. (2017, March). *Fiscal Rules Dataset 1985–2015*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>.
20. International Monetary Fund. (2017, March). *Fiscal Rules at a Glance*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/Fiscal%20Rules%20at%20a%20Glance%20-%20Background%20Paper.pdf>.
21. Verkhovna Rada of Ukraine. (2001). *Budget Code of Ukraine* (Act No. 2542-III, June 21). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2542-14/ed20101019> [in Ukrainian].
22. Budget Code of Ukraine dated 08.07.2010 No. 2456-VI (as amended on January 11, 2019, basis – No. 2646-VIII). (2010). *Information from the Verkhovna Rada of Ukraine*, 50–51 [in Ukrainian].
23. Konovalenko, D. V. (2019). Fiscal rules and general government deficit management. *RFI Scientific Papers*, 1, 18–31 [in Ukrainian].
24. European Commission. (2018). *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2018 Edition*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2018-edition_en.
25. Ministry of Finance of Ukraine. (n. d.). *Debt statistics. Public debt and state-guaranteed debt*. Retrieved from <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borhta-harantovanyi-derzhavoiu-borh> [in Ukrainian].

26. Eurostat. (n. d.). *Data. Database. Structure of government debt. General government debt*. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

27. Ministry of Finance of Japan. (2018). *Debt Management Report*. Retrieved from https://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2018/esaimu2018-mokuji.pdf.

28. National Bank of Ukraine. (2018). *International investment position (according to the KPB6 methodology)*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208377> [in Ukrainian].

29. International Monetary Fund. (2019, April). *Growth Slowdown, Precarious Recovery. World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>.

30. Guzman, M. (2016). An analysis of Argentina's 2001 default resolution. *CIGI Papers*, 110. Retrieved from https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/CIGI%20Paper%20No.110WEB_0.pdf.

31. Morgan Stanley & Co. (2012, March). *Morgan Stanley research: Greece: Trading After the PSI*. Retrieved from <https://goo-gl.su/U9W1Osz>.

32. International Monetary Fund. (2016, September). *Country Report No. 16/320*.

33. Bohdan, I. (2019, June 12). State derivatives 2015 – an analysis of the adequacy of arrangements with creditors. *Investgazeta*. Retrieved from <https://investgazeta.ua/blogs/derzhavni-derivativi-2015-roku-analiz-adekvatnosti-domovlenosti-z-kreditorami> [in Ukrainian].

34. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2019). *On approval of the Medium-term strategy for state debt management for 2019–2022* (Decree No. 473, June 5). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-п> [in Ukrainian].

35. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine. (2017). *Sustainable Development Goals: Ukraine*. Retrieved from <http://me.gov.ua/Documents/Download?id=22e86f94-a9dd-421e-adcb-e38748a4b7cb> [in Ukrainian].

36. Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. P., Mitchener, K. J. (2019, January). Public Debt Through the Ages. *IMF Working Papers*. Retrieved from <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2019/wp1906.ashx>.