

ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336.275.3

В. П. КУДРЯШОВ,
профессор, доктор экономических наук,
завотделом государственных финансов Научно-исследовательского финансового института
ГННУ “Академия финансового управления”,
ул. О. Гончара, 46/48, 01034, Киев, Украина

ИМПЕРАТИВЫ И РИСКИ НАКОПЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Проведен анализ динамики показателей государственного и гарантированного государством долга в Украине, определены ее императивы и риски. Основное внимание уделено вопросам динамики объемов и структуры государственных заимствований. Раскрыты обуславливающие их факторы, а также изменения соотношения их внутренней и внешней составляющих. Предложены направления фискальной политики, ориентированной на сдерживание и ограничение государственной и гарантированной государством задолженности.

Ключевые слова: государственный долг; гарантированный государством долг; фискальные риски; дефицит бюджета; государственные заимствования; активные операции государственного бюджета; дефицитно-долговая корректировка; внутренние и внешние государственные обязательства.

Библ. 9; рис. 5; табл. 4.

UDC 336.275.3

VASYL KUDRYASHOV,
Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Head of Department of Public Finances, Financial Research Institute
“Academy of Financial Management”,
46/48, O. Honchara St., Kyiv, 01034, Ukraine

IMPERATIVES AND RISKS OF THE STATE BORROWINGS' ACCUMULATION

Analysis of dynamics of indicators of the state and the state-guaranteed debt in Ukraine is carried out; its imperatives and risks are determined. The main attention is paid to the dynamics of volumes and structure of the state borrowings. Its' determining factors as well as the changes in the ratio of internal and external components are revealed. The author proposes the directions of fiscal policy aimed at restraining and restricting the state and the state-guaranteed debt.

Keywords: state debt; state-guaranteed debt; fiscal risks; budget deficit; state borrowings; active state budget operations; deficit-debt adjustment; internal and external government obligations.

References 9; Figures 5; Tables 4.

© Кудряшов Василий Павлович (Kudryashov Vasyly), 2018; e-mail: kvp.kudrya@gmail.com.

Необходимость привлечения дополнительных ресурсов в целях обеспечения поступательного экономического, финансового и социального развития возникает в большинстве стран мира. В условиях рецессии повышается потребность в государственной поддержке отдельных направлений экономической деятельности, государственных корпораций, банковской системы. Правительство, как правило, увеличивает бюджетные расходы, прибегая к расширению предоставления субсидий и дотаций корпорациям, растут объемы кредитных операций, активнее используются государственные гарантии предприятиям для обеспечения экономического развития и финансовой стабильности. Такие меры предусматривают увеличение расходов сверх объемов мобилизованных ресурсов в государственный бюджет, что нередко требует сведения бюджета с дефицитом и мобилизации дополнительных поступлений (в рамках финансирования бюджета) для его покрытия. Для восстановления экономической динамики нужно ослабить налоговое давление на бизнес и домохозяйства и не допускать ухудшения финансовых показателей развития страны. Механизмы бюджетной поддержки экономического роста вводятся путем внесения изменений в объемы и структуру бюджетных расходов, кредитования и финансирования.

При проведении фискальной политики следует учитывать и другие императивы. Правительство может оказаться обремененным значительной социальной нагрузкой (что характерно для постсоциалистических стран), необходимостью осуществления сложных структурных реформ (из-за высокого уровня монополизации экономики, нерационального соотношения между тарифами и рыночными ценами, низкой результативности государственных корпораций, высокого уровня фискальной централизации, использования деструктивной системы налогообложения, существенных объемов дефицита государственных социальных фондов, отсутствия мощных демократических институтов противодействия коррупции и т. д.). Следует также принимать во внимание и необходимость создания надлежащих условий для внедрения инноваций, улучшения развития регионов, повышения жизненного уровня граждан, финансовой поддержки беженцев и решения многих других проблем.

В то же время рост государственных затрат, не перекрытых соответствующими доходами, приводит к обострению фискальных рисков, связанных с погашением и обслуживанием государственных долговых обязательств в будущих периодах. Высокие риски мобилизации доходов в государственный бюджет и императивность увеличения бюджетных расходов заставляют осуществлять балансирование бюджета путем расширения объемов его финансирования, прежде всего за счет заимствований. Влияния долговых рисков увеличиваются в периоды наличия резких пиковых показателей государственных заимствований, вызванных ухудшением макроэкономической ситуации и неадекватностью дискреционной политики. Важное значение приобретают и вопросы структуры обязательств по срокам, процентным ставкам и валюте погашения.

Увеличение объемов государственного и гарантированного государством долга в течение последних лет в Украине осуществляет разнонаправленные воздействия на экономическое, финансовое и социальное развитие.

Таким образом, **целью статьи** является исследование причин и факторов накопления государственной задолженности и обострения долговых рисков в Украине, а также определение мер, направленных на сдерживание и ограничение долговой экспансии.

Вопросам применения политики дефицитного финансирования и ее влияния на социально-экономическое развитие уделено значительное внимание со стороны ученых [1; 2, с. 793–794; 3, с. 117; 4]. Подходы, касающиеся государственной поддержки совокупного спроса путем расширения бюджетных расходов за пределы мобилизованных доходов, предложенные кейнсианцами, остаются весьма актуальными. Однако увеличение государственной задолженности (в результате расширения финансирования публичного бюджета) не должно приводить к резким изменениям курса национальной валюты, росту инфляции и повышению ставок процента на финансовом рынке. Поэтому нецелесообразно допускать увеличения объема финансирования дефицита бюджета за счет дополнительной денежной эмиссии центральным банком. Кроме того, фискальная политика должна быть направлена на поддержку экономического роста и недопущение снижения деловой активности. Немаловажным также является (с учетом подходов теории общественного выбора) повышение качества управления государственным сектором экономики (в аспекте дефицитного финансирования правительство должно обеспечить высокую эффективность использования ресурса, привлеченного путем заимствований).

В течение последних лет в Украине активизируется государственная политика, направленная на восстановление экономической динамики, стабилизацию финансовой ситуации, решение социальных проблем, повышение обороноспособности страны, углубление фискальной децентрализации, продолжение секторальных реформ*.

Такие задачи решаются в условиях, когда отмечается существенная нагрузка на государственный бюджет по финансированию межбюджетных трансфертов, социальных расходов, поддержки государственных корпораций, государственных целевых фондов, повышения тарифов на энергоносители до уровня рыночных цен. Она усиливается из-за необходимости активизации структурных реформ, нацеленных на ограничение монополизации экономики, обеспечение экономического роста, реформирование системы налогообложения, достижение приемлемых (для бизнеса, домохозяйств, зарубежных инвесторов) макроэкономических показателей, радикальные изменения в системе государственного управления, повышение деловой активности в регионах, увеличение реальных доходов населения.

Введение действенных мер для решения таких проблем требует углубленного анализа причин обострения финансовых рисков и обоснования механизмов их ограничения с учетом опыта зарубежных стран и особенностей экономического и социального развития Украины. Они находятся в центре внимания многих ученых, в частности, О.Г. Билоруса [5], Т.П. Богдан [6], В.М. Гейца [7], Т.И. Ефименко [8], О.П. Кириленко [9] и других. Значительное внимание уделено вопросам преодоления кризисных явлений в банковской сфере, проведению государственной тарифной политики, разбалансированию бюджетов государственных социальных фондов, введению программ фискальной децентрализации, внесению изменений в бюджетную поддержку государственных корпораций, применению механизмов государственных гарантий и т. д. В то же время отсутствуют углубленный анализ причин и последствий накопления государственных долговых обязательств в Украине, а также разработка действенных механизмов решения таких проблем.

* Стратегія сталого розвитку “Україна – 2020” : схвалено Указом Президента України від 12.01.2015 р. № 5/2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/5/2015>.

По итогам 2016 г. продолжали увеличиваться как расходы, так и доходы государственного бюджета Украины, при этом расходная часть росла более высокими темпами, чем доходная, что отражало обострение фискальных рисков. Разрыв между доходами и расходами (с учетом кредитования, величина которого уменьшилась) по сравнению с показателями предыдущего года увеличился, что повлекло за собой рост дефицита государственного бюджета Украины (табл. 1).

Динамика показателей государственного бюджета Украины *

Таблица 1

(млрд. грн.)

Показатели	Г о д ы					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (план)
Доходы.....	339,23	357,08	534,69	616,28	793,27	917,88
Расходы.....	403,46	430,21	576,91	684,88	839,24	991,70
Кредитование.....	0,48	4,92	2,95	1,66	1,87	6,83
возврат кредитов.....	-5,52	-1,80	-4,30	-5,46	-5,99	-7,33
предоставление кредитов.....	6,00	6,72	7,25	7,12	7,86	14,16
Дефицит/финансирование.....	64,71	78,05	45,17	70,26	47,85	80,65

* Составлено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Показники виконання бюджету України 2015/2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.minfin.gov.ua/news/bjudzhet/bjudzhet-potochnogo-roku>; Звіт про виконання Державного бюджету України за 2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація_2016_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf.

В 2017 г. доходы государственного бюджета увеличились на 28,72% (по сравнению с 2016 г.), а расходы – на 22,54%. Причинами таких изменений стали повышение уровня инфляции *, достижение позитивных темпов экономического роста, перечисление части доходов НБУ в государственный бюджет, а также увеличение доходов от реализации конфискованного имущества. Следствием этого стало сведение бюджета с дефицитом в 47,85 млрд. грн., что на 31,89% меньше по сравнению с объемами дефицита, зафиксированными по итогам 2016 г. (рис. 1).

По плану на 2018 г. предусмотрено увеличение доходов государственного бюджета на 15,71% по сравнению с показателем, достигнутым по итогам 2017 г. В то же время расходы возрастут на 18,17%, а показатели кредитования из государственного бюджета – уменьшатся. Бюджет будет сведен с дефицитом в 80,65 млрд. грн. по сравнению с 47,85 млрд. грн. в 2017 г.

Таким образом, в последние годы удерживались достаточно высокие фискальные риски, что потребовало привлечения ресурса с целью финансирования бюджетного дефицита. Общей тенденцией стало увеличение объемов бюджетного дефицита для финансирования расходов, не покрытых доходами. Также следует обратить внимание на то, что уровень дефицита государственного бюджета относительно ВВП был незначительным (в 2016 г. – 2,95%, в 2017 г. – меньше 2%). Для его финансирования хватило бы привлечения ресурса в таких объе-

* По данным НБУ, в 2017 г. потребительская инфляция превысила целевой показатель (8% ± 2 п. п.) и достигла 13,7% (См.: Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2017 році / Національний банк України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=62200456&cat_id=55838).

маж: в 2015 г. – 45,17 млрд. грн., в 2016 г. – 70,26 млрд., в 2017 г. – 47,85 млрд., в 2018 г. – 80,65 млрд. грн.

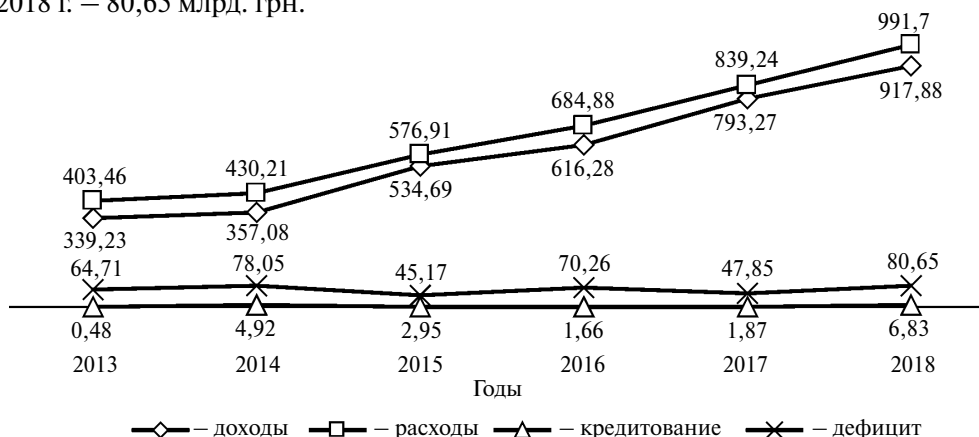


Рис. 1. Изменения показателей государственного бюджета Украины (млрд. грн.)

Составлено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Показники виконання бюджету України 2015/2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.minfin.gov.ua/news/bjudzhet/bjudzhet-potochnogo-roku>; Звіт про виконання Державного бюджету України за 2016 рік / Міністерство фінансів України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : http://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Презентація_2016_ДБУ%2014.03.2017%20ост.pdf; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Обобщенный показатель финансирования государственного бюджета определяется величиной разрыва между расходами бюджета (с учетом кредитования) и доходами, но он не отражает финансирование целого ряда операций, осуществляемых в рамках финансирования бюджета *. Кроме покрытия разрывов между расходами и доходами, в рамках финансирования бюджета происходит погашение заимствований, сроки выплат по которым предусмотрены в текущем периоде, финансирование расходов на управление государственными долговыми обязательствами и расходов на осуществление активных операций.

Фактором уменьшения заимствований в рамках финансирования государственного бюджета является привлечение ресурса от приватизации государственного имущества. Использование поступлений от приватизации не предусматривает возврата средств заемщикам, поэтому финансирование бюджета за счет приватизационного ресурса не приводит к увеличению государственного долга, но из-за невыполнения планов приватизации государственного имущества в течение последних лет объемы таких поступлений оказались незначительными. Причинами стали высокие риски реализации планов приватизации государственного имущества. При таких условиях правительство вынуждено использовать дополнительные ресурсы для их компенсации. На 2018 г. предус-

* Финансирование бюджета в Бюджетном кодексе Украины определяется как “поступления и расходы бюджета, связанные с изменением объема долга, объемов депозитов и ценных бумаг, средства от приватизации государственного имущества (относительно государственного бюджета), изменение остатков бюджетных средств, которые используются для покрытия дефицита бюджета или определения профицита бюджета” (ст. 2) (См.: Бюджетный кодекс Украины від 01.01.2018 р. № 2456-17 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>).

мотрено увеличение поступлений от приватизации государственного имущества до 21,30 млрд. грн. (по итогам 2017 г. было привлечено только 3,38 млрд. грн., или 19,77% запланированного объема). Достижение такого показателя станет фактором уменьшения (более чем в два раза) государственных заимствований, однако риски выполнения такого плана остаются достаточно высокими.

Активные операции сводятся к мобилизации и использованию ресурса, связанного с управлением ликвидностью бюджета, изменениями объема бюджетных средств, а также с финансированием за счет средств Единого казначейского счета. Активные операции направлены на: приобретение правительством недолговых ценных бумаг, размещение денежных средств на депозитах, увеличение объема бюджетных ресурсов на счетах Государственной казначейской службы Украины (с учетом курсовых разниц, а также других расчетов). В то же время проведение активных операций может стать и источником привлечения дополнительного ресурса путем: продажи недолговых ценных бумаг, находящихся в портфеле правительства, отзыва денежных средств с депозитов, уменьшения активов на счетах Государственной казначейской службы Украины.

Необходимость погашения займов, обеспечение активных операций, а также покрытие дефицита государственного бюджета (вследствие обострения фискальных рисков) требуют увеличения ресурса для его финансирования. Расходы на финансирование государственного бюджета в последние годы значительно превышали сумму разрывов между расходами (с учетом кредитования) и доходами. Следствием стал рост объемов заимствований за пределы бюджетного дефицита. В то же время были внесены серьезные изменения в структуру государственных обязательств (табл. 2).

Таблица 2

Динамика показателей государственных заимствований *

(млрд. грн.)

Показатели	Г о д ы					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Заимствования (всего)...	160,88	322,65	514,09	307,66	478,70	231,96
внутренние.....	108,98	227,62	98,98	246,41	375,27	123,76
внешние.....	51,90	95,03	415,11	61,25	103,43	108,20
Погашение заимствований.....	-71,84	-120,82	-416,59	-111,41	-363,50	-175,73
внутренних.....	-41,87	-68,04	-91,17	-102,37	-297,03	-114,02
внешних.....	-37,97	-52,78	-325,42	-9,04	-66,47	-61,70

* Составлено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Общая сумма заимствований до 2015 г. имела тенденцию к увеличению и в 2015 г. достигла максимального показателя, что отражало высокий уровень фискальных рисков (рис. 2). Такой рост был вызван различными факторами: значительным расширением объемов погашения займов, увеличением финансирования активных операций (приобретением недолговых ценных бумаг), а также покрытием дефицита бюджета. В 2015 г. рост заимствований был обеспечен в основном за счет внешней составляющей.

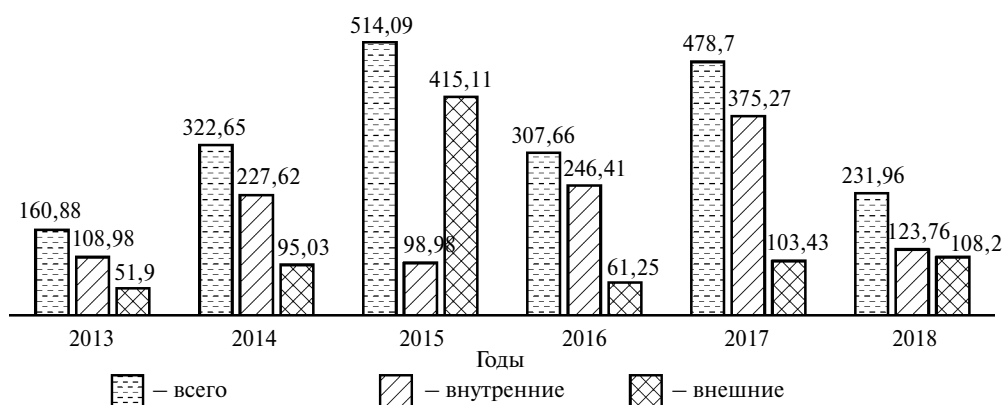


Рис. 2. Показатели объемов и структуры государственных заимствований (млрд. грн.)

Построено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

В 2016 г. внешние заимствования были резко уменьшены, а внутренние – увеличены. В 2017 г. характерным стало обострение рисков роста государственных заимствований, что привело к увеличению преимущественно внутренних займов. Даже уменьшение дефицита бюджета и рост (по сравнению с 2016 г.) поступлений от приватизации в 2017 г. не привели к снижению заимствований. Таким образом, в целом отмечается тенденция к увеличению заимствований (без учета плана на 2018 г.). Такие изменения вызваны ростом величины погашения займов, финансированием активных операций и необходимостью погашения дефицита государственного бюджета. Увеличение государственных заимствований повысило риски, связанные с их погашением и обслуживанием. В размещении заимствований предпочтение отдавалось внутренним займам, за исключением 2015 г., когда были резко увеличены внешние обязательства (см. рис. 2). Но уменьшение объема заимствований в 2016 г. было прервано их увеличением в 2017 г. (в основном благодаря расширению внутренних займов). На 2018 г. предусмотрено существенное уменьшение общего объема государственных обязательств преимущественно за счет снижения показателей внутренней задолженности.

Высокие риски накопления государственных заимствований вызваны различными причинами, среди которых основной является необходимость погашения займов, полученных в предыдущие периоды. Погашение заимствований обусловило резкий рост государственных обязательств в 2015 и 2017 гг., их высокий уровень характерен и для 2018 г. (объемы в 2,87 раза превышают предельный уровень дефицита бюджета) (рис. 3).

В течение анализируемого периода объемы заимствований превышали суммы их погашения вследствие того, что привлечение ресурса происходило не только для погашения займов, но и для решения других задач (финансирование расходов по активным операциям, а также покрытие бюджетного дефицита). Эти различия могли быть и меньше, если бы выполнялись планы поступлений от приватизации государственного имущества. Вместе с тем следует обратить внимание на то, что наиболее существенными такие отклонения оказались в 2014 и 2016 гг. (погашение составило относительно заимствований, соответственно, 37,44% и 36,21%), что отражает направление значительной части ре-

сурса, привлеченного в условиях заимствований, на финансирование расходов в рамках проведения активных операций и финансирования дефицита.

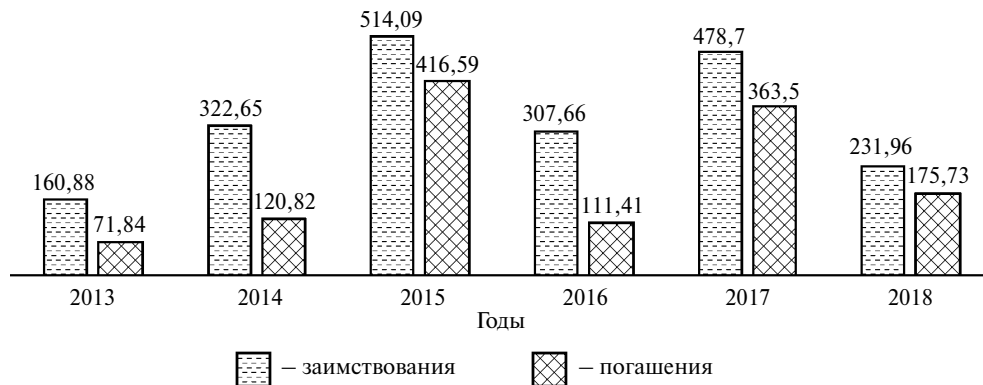


Рис. 3. Изменения показателей привлечения государственных обязательств и их погашение (млрд. грн.)

Построено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

По итогам 2017 г., объемы государственных заимствований опять выросли в основном из-за увеличения погашения обязательств. На финансирование активных операций и дефицита бюджета было направлено 24,07% привлеченного от заимствований ресурса. Частично такие изменения были вызваны сокращением расходов на активные операции и увеличением поступлений от приватизации государственного имущества. На 2018 г. запланировано значительно сократить объемы заимствований благодаря, прежде всего, снижению показателей их погашения. В то же время заимствования в объеме 56,23 млрд. грн., или 24,24% их общей суммы, предусмотрено направить на финансирование бюджетного дефицита. С учетом выполнения плана поступлений от приватизации государственного имущества (21,30 млрд. грн.), а также от проведения активных операций (3,11 млрд. грн.) такого ресурса будет достаточно для его финансирования.

Значительные изменения претерпела и структура погашения государственных заимствований (рис. 4). Пиковым оказался 2015 г., когда их объемы существенно выросли в основном из-за необходимости резкого увеличения покрытия внешних обязательств. Для решения таких задач привлекались в основном внешние заимствования (см. рис. 2). В 2016 г. уменьшение объема государственных заимствований было достигнуто только за счет погашения их внешней части (внутренняя составляющая имела тенденцию к росту). В 2017 г. погашение заимствований увеличивалось преимущественно по внутренним обязательствам, к тому же выросли и показатели покрытия внешних займов. На финансирование дефицита государственного бюджета было направлено 47,85 млрд. грн., а на финансирование расходов на проведение активных операций – 67,35 млрд. грн.

В 2018 г. запланировано резко уменьшить объемы погашения государственных заимствований в большей степени за счет снижения показателей внутренних и частично – внешних обязательств. На финансирование дефицита государственного бюджета будет направлено из внутренних поступлений 9,74 млрд. грн., а из внешних – 46,50 млрд. грн. В то же время предполагается значительное уве-

личение поступлений от приватизации государственного имущества, однако существуют высокие риски выполнения запланированных показателей. Кроме того, растут риски увеличения социальных расходов перед следующими выборами.

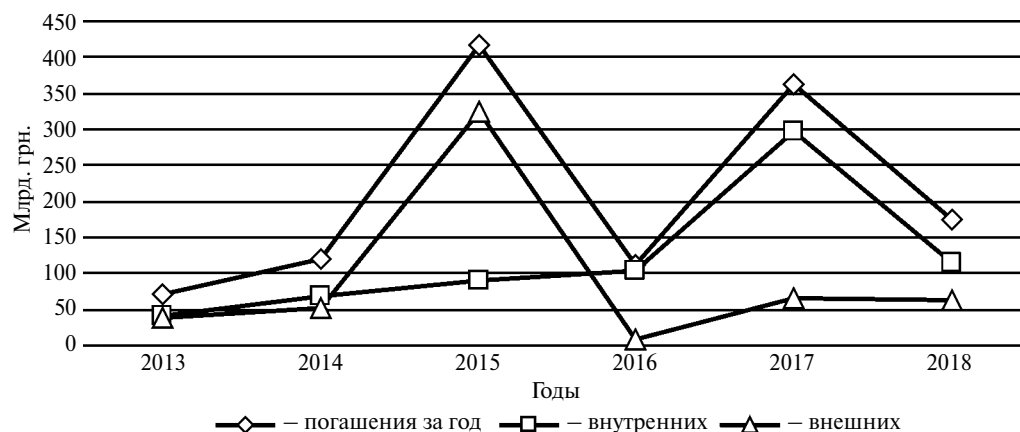


Рис. 4. Динамика показателей погашения государственных обязательств Украины

Построено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>; Про Державний бюджет України на 2018 рік : Закон України від 07.12.2017 р. № 2246-19. – Додаток 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2246-19>.

Особое значение приобретают вопросы обеспечения расходов по активным операциям. Наибольшие объемы их финансирования за счет ресурса, привлеченного путем заимствований, пришлось на 2014 г. (123,78 млрд. грн.) и 2016 г. (125,99 млрд. грн.). В то же время в 2017 г. они оставались значительными (67,35 млрд. грн.). В рамках проведения активных операций больше внимания было уделено финансированию государственных корпораций. По оценкам экспертов НБУ, банки с государственным капиталом стали источником существенных системных рисков для финансового сектора. В течение многих лет они так и не превратились в очаги поддержки экономического роста, а их деятельность была направлена преимущественно на кредитование предприятий, находившихся в кругу интересов политиков*.

По информации Министерства финансов относительно выполнения Государственного бюджета Украины на 2016 год**, расходы на проведение активных операций (в млрд. грн.), профинансированные за счет государственных внутренних заимствований, направлялись на:

- капитализацию ПАО КБ “ПриватБанк” – 107,0;
- капитализацию ПАО “Государственный экспортно-импортный банк Украины” – 9,3;
- предоставление кредита Фонду гарантирования вкладов физических лиц (ФГВФЛ) – 7,9;
- капитализацию ПАО “Государственный сберегательный банк Украины” – 5,0.

* Звіт про фінансову стабільність. – червень 2016 / Національний банк України : Офіційний сайт. – С. 54–59 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744>.

** Інформація Міністерства фінансів України щодо виконання Державного бюджету України за 2016 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/informaciya-ministerstva-finansiv-ukrayini-2702/>.

Таким образом, на обеспечение бюджетной помощи государственным банкам и ФГВФЛ было потрачено 129,2 млрд. грн. *. Соответствующие изменения были внесены в государственный бюджет по увеличению показателей предельного объема государственного долга. В то же время, с учетом поступлений бюджетных средств в рамках финансирования бюджета в сумме 22,03 млрд. грн., на активные операции было направлено 107,19 млрд. грн.

Эмиссия ОВГЗ с целью увеличения уставного капитала государственных банков продолжалась и в 2017 г. По данным НБУ, для увеличения уставных капиталов банков в 2017 г. было выпущено ОВГЗ на сумму 70,70 млрд. грн. (в 2016 г. — 121,27 млрд. грн.) **. Такие операции отражают меры по поддержке государственных банков со стороны органов государственного управления. Неспособность государственных банков обеспечить свое поступательное развитие за счет собственных доходов перекрывалась с помощью ресурса государственного бюджета, что привело к обострению рисков его выполнения.

По определению экспертов НБУ, “применение механизма выпуска ОВГЗ, направляемых на докапитализацию, является формированием “скрытого” дефицита государственного бюджета, что ведет к росту государственного долга” ***. Однако содержание дефицита государственного бюджета сводится к превышению расходов (с учетом кредитования) над доходами. Такое понятие не отражает операции финансирования бюджета, что осуществляется путем эмиссии ОВГЗ для проведения докапитализации государственных корпораций. Поэтому использование термина “скрытый дефицит” в отношении таких операций нельзя считать удачным. В данном случае увеличивается финансирование государственного бюджета без роста величины дефицита ****.

Зарубежные ученые объясняют отклонение объемов финансирования публичного бюджета от показателей его дефицита проведением так называемой дефицитно-долговой корректировки (stock-flow adjustment или deficit-debt adjustment). В частности, по определению экспертов Всемирного банка, она является причиной возникновения разницы между динамикой показателей дефицита государственного бюджета и изменениями государственного долга *****. Такой подход используется и в практической деятельности по регулированию

* По данным Государственной казначейской службы Украины, на финансирование приобретения ценных бумаг в 2016 г. было направлено 129,22 млрд. грн. (См.: Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>).

** Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця / Національний банк України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.

*** Про вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : рішення Ради Національного банку України від 31.10.2017 р. № 49-рл [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=DF26E5503D4F13B891CC66EB5AE44FCC?id=58771704>.

**** Поэтому термин “общее финансирование”, используемый в отчетности о финансировании государственного бюджета, не совсем точный. Он отражает лишь объемы финансирования, нацеленные на покрытие дефицита, но не учитывает величину ресурса, направленную на погашение заимствований, управление ликвидностью, а также внесение изменений в объем бюджетных средств. Общая сумма финансирования государственного бюджета полнее должна отражать величину ресурса, привлеченного от заимствований, приватизации, а также проведение активных операций.

***** From Government Deficit to Debt: Bridging the GAP / European Central Bank. — P. 87—93 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp8793_mb200704en.pdf?3fe16d8969bb1cfdefe3cb18fec32a47.

публичных бюджетов в ЕС. В соответствии с классификацией Еврокомиссии, дефицитно-долговая корректировка возникает в результате предоставления займов правительством, увеличения капитала корпораций (за счет бюджетного ресурса) и т. д., которые не отражаются в показателях дефицита бюджета *.

Объемы государственных заимствований растут не только из-за сведения публичного бюджета с дефицитом, но и из-за увеличения капитала государственных корпораций путем размещения долговых ценных бумаг правительством. Показатели дефицита государственного бюджета не отражают такие операции, поскольку они не предусматривают рост государственных расходов или предоставление кредитов из государственного бюджета корпорациям. Осуществляется выпуск государственных облигаций и их обмен на недолговые ценные бумаги государственных корпораций, следствием чего становится увеличение, с одной стороны, объемов уставного капитала корпораций, а с другой – суммы недолговых ценных бумаг во владении государственных органов управления. Такие операции отражают мероприятия, направленные на проведение дефицитно-долговой корректировки. Касательно погашения и обслуживания эмитированных долговых ценных бумаг, то они обеспечиваются путем использования денежных средств государственного бюджета.

Обслуживание государственных долговых обязательств осуществляется в составе расходов государственного бюджета. Их финансирование имеет принципиальные отличия от погашения займов, которое обеспечивается путем привлечения дополнительного ресурса в рамках проведения операций финансирования бюджета. В последние годы объемы ресурса государственного бюджета, направленного на финансирование расходов по обслуживанию государственного и гарантированного государством долга, имели устойчивую тенденцию к увеличению (табл. 3).

Таблица 3

Показатели расходов государственного бюджета Украины на обслуживание государственного долга *

Показатели	Г о д ы				
	2013	2014	2015	2016	2017
Расходы (всего).....	403,46	430,22	576,91	684,88	839,24
в том числе:					
обслуживание долга.....	31,68	47,98	84,51	95,79	110,46
расходы по обслуживанию долга к ВВП (%).....	2,08	3,03	4,25	4,02	3,88
расходы по обслуживанию долга к общей сумме расходов (%).....	7,86	11,16	14,65	13,99	13,16

* Составлено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

Примечание: прогнозный показатель номинального ВВП по состоянию на сентябрь 2017 г. – 2846 млрд. грн. (См.: Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схвалено рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року / Рада Національного банку України. – К., 2017. – 25 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>).

* Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU28 for the period 2012-2015, as reported in the October 2016 EDP notification / Eurostat [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/7707555/STOCK-FLOW-2016-OCT.pdf>.

Наиболее высокими темпами расходы по обслуживанию государственного долга выросли в 2014 г. (31,39%) и в 2015 г. (56,65%). В 2016 г. они повышались на 14,48%, а в 2017 г. – на 15,31% по сравнению с показателем, достигнутым в предыдущие годы. Таким образом, можно сделать вывод о значительном росте этих расходов. Удерживание курса на увеличение показателей обслуживания долга является фактором обострения рисков управления финансированием государственного бюджета. Их рост (при прочих равных условиях) приводит к повышению показателей бюджетного дефицита, что требует привлечения дополнительного ресурса для его финансирования.

В то же время показатели обслуживания долга в процентах к общей сумме расходов, а также доходов государственного бюджета имели тенденцию к снижению (рис. 5). Следует сказать об определенной положительной динамике таких показателей, однако она недостаточна и требует продолжения. Одной из важнейших задач остается достижение существенного снижения доходности государственных заимствований.

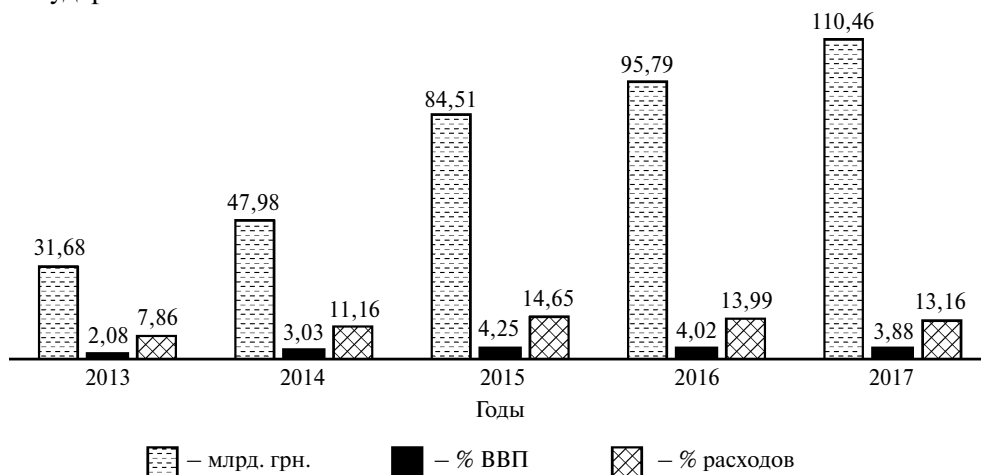


Рис. 5. Динамика показателей расходов по обслуживанию государственных заимствований Украины

Построено автором по: Виконання бюджетів. Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.

Таким образом, в Украине зафиксированы достаточно высокие фискальные риски, которые включают: увеличение и удерживание значительных показателей государственных заимствований; существенный уровень доходности государственных займов; перекладывание заимствований корпораций и учреждений на государственный бюджет; невыполнение планов приватизации государственного имущества; финансирование государственного долга органами государственного управления за счет НБУ и государственных банков.

Следствием увеличения государственных заимствований стало возрастание показателей государственного и гарантированного государством долга (табл. 4). Публичные долговые обязательства, номинированные в национальной валюте, имеют устойчивую тенденцию к увеличению и значительно превышают темпы увеличения долга, номинированного в долларах. В 2012–2016 гг. показатели государственного и гарантированного государством долга, номинированного в национальной валюте, повысились в 3,74 раза, а в долларах – на 10,04%.

Таблица 4

Государственный и гарантированный государством долг Украины *

Единицы измерения	Г о д ы							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (предельный объем)	2017	2018 (план)
млрд. грн.	515,51	584,79	1100,83	1572,18	1929,81	2403,10	2141,67	2746,90
млрд. дол.	64,50	73,16	69,81	65,51	70,97	–	76,31	–
% к ВВП.....	35,33	38,40	69,37	79,06	80,98	84,44	75,25	84,57

* Составлено автором по: Міністерство фінансів України. Борг. Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою боргу [Електронний ресурс]. – Режим доступа : http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy_2016?category=borg&subcategory=statystichna-informacija-schodo-borgu.

Примечание: учтены показатели ВВП по прогнозам правительства: 2017 г. – 2846 млрд. грн., 2018 г. – 3248 млрд. грн. (См.: Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схвалено рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року / Рада Національного банку України. – К., 2017. – 25 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>).

Начиная с 2015 г. уровень долговой позиции государства относительно ВВП превышал показатели долга, номинированные в долларах (см. рис. 5).

Причинами роста государственной задолженности стали изменения как в фискальной политике, так и в денежно-кредитной сфере. С одной стороны, была существенно расширена бюджетная поддержка государственных корпораций, произошли повышение тарифов на энергоносители (для их приближения к рыночным ценам), огосударствление капитала в частных банках, увеличение дефицита государственного бюджета, были предоставлены компенсации вкладчикам обанкротившихся банков, с другой – значительно снизился курс национальной валюты *. Следствием стало обострение рисков мобилизации доходов в бюджетную систему, а объемы бюджетных расходов нуждались в увеличении. Высокими оставались риски бюджетной поддержки государственного и частного секторов путем предоставления гарантий.

Характерно, что рост государственного и гарантированного государством долга отмечался даже в периоды уменьшения государственных заимствований. В 2016 г. имело место снижение показателей государственных заимствований на 40,15%, однако объемы государственного и гарантированного государством долга, номинированного в национальной валюте, выросли на 22,75%, а в долларах – на 8,34%.

В 2017 г. в государственный бюджет поступили дополнительные доходы на сумму 29,67 млрд. грн., полученных в форме конфискованных денежных средств.

* Основными факторами роста государственного долга в 2014–2016 гг. правительством были определены: девальвация национальной валюты (в 3,4 раза); необходимость финансирования дефицита государственного бюджета и поддержки финансовой системы страны и НАК “Нафтогаз Украины” с использованием механизмов ОВГЗ; предоставление субвенций местным бюджетам для расчетов за природный газ и компенсация разницы в тарифах на производство тепловой энергии для населения (денежные средства привлекались путем размещения ОВГЗ); возмещение сумм НДС для отдельных плательщиков (путем выпуска ОВГЗ); получение кредитов международных финансовых организаций для финансирования проектов развития, государственной поддержки ФГВФЛ (См.: Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017–2019 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 01.12.2017 р. № 905 [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>).

Кроме того, в общий фонд было перечислено 44,38 млрд. грн. от НБУ. Конфискованные деньги направлялись в специальный фонд, что привело к его профициту в 7,02 млрд. грн. Что касается общего фонда, то он был сведен с дефицитом в 54,87 млрд. грн., следствием чего стало сведение государственного бюджета в целом с дефицитом в 47,85 млн. грн. Такие изменения произошли не из-за значительного повышения темпов экономического роста, а были вызваны причинами, не относящимися к факторам долгосрочного действия.

К основным направлениям сдерживания государственного долга относятся:

- сокращение величины обслуживания государственных долговых обязательств;
- внесение изменений, направленных на уменьшение финансирования расходов, связанных с проведением активных операций;
- реализация программ по снижению затрат на финансирование бюджетного дефицита.

Такая политика должна подкрепляться адекватными изменениями в направлении обеспечения финансовой стабильности (недопущение резкого снижения курса национальной валюты и высоких темпов инфляции, а также повышение уровня процентных ставок на финансовом рынке) *.

Рост государственного и гарантированного государством долга происходил вследствие:

- усложнения условий макроэкономического развития (резкое снижение темпов экономического развития в период рецессии и их незначительный прирост в ходе восстановления);
- резких изменений в денежно-кредитной сфере (курса национальной валюты);
- обострения социальных проблем (в связи с реформированием тарифов до приближения их к рыночным ценам, ростом инфляции и изменениями курса национальной валюты);
- углубления кризисных явлений в банковской системе (банкротство и ликвидация как мелких, так и отдельных ведущих банков);
- разбалансировки пенсионной системы (сведение со значительными дефицитами бюджета Пенсионного фонда Украины) **;

* По оценкам экспертов НБУ, в 2015 г. отмечалось разрушение инфраструктуры и снижение загруженности предприятий на Востоке нашего государства, разрывы производственных связей с другими регионами, падение мировых цен на товары сырьевого экспорта, сокращение внутреннего спроса, повышение рисков привлечения ресурса на мировых финансовых рынках, обострение военного конфликта на Востоке Украины. Следствием стало обесценивание обменного курса гривни и резкий рост индекса потребительских цен. Происходило также повышение административно регулируемых тарифов (См.: Річний звіт 2015. Прозорість. Відкритість. Підзвітність / Національний банк України. – С. 44–45 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=33868839>).

** Денежные средства государственного бюджета на финансирование выплат пенсий, надбавок и повышений к пенсиям, назначенным по разным пенсионным программам, и дефицита ПФУ (по итогам 2016 г.) составляли 142,59 млрд. грн. (по плану – 142,59 млрд. грн.). Покрытие дефицита денежных средств ПФУ равнялось 84,9 млрд. грн., или 3,56% ВВП, из которых 4 млрд. грн. – на авансовое финансирование пенсий в январе 2017 г. Объем расходов за счет собственных поступлений достиг 78,55% всей суммы расходов (за счет собственных поступлений покрывается 79,74% расходов) (См.: Звіт про виконання бюджету Пенсійного фонду України за 2016 рік / Пенсійний фонд України [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.pfu.gov.ua/category/informatsiya/byudzheth/archiv-zvitnist-byudzheth/2016/>).

- высокого уровня фискальной централизации (недостаточная финансовая база местных бюджетов и перегрузка функций центрального правительства);
- обострения рисков финансирования здравоохранения, образования, науки и многих других сфер экономической деятельности;
- перевода части внешнего долга местных органов государственного управления в государственный бюджет и финансирования его погашения путем выпуска облигаций центрального правительства.

Накопление государственных долговых обязательств правительством, с одной стороны, позволяет решить проблемы мобилизации финансового ресурса в течение краткосрочных периодов для покрытия временных фискальных дисбалансов, с другой – продолжают удерживаться высокие финансовые риски и негативные воздействия на экономическое и социальное развитие Украины в средне- и долгосрочной перспективе *. С целью их недопущения целесообразно введение комплекса мер государственной финансовой политики, направленных на недопущение обострения долговых рисков и ограничение негативных воздействий накопления долга на выполнение государственного бюджета. В их состав входят:

1) уменьшение объемов дефицитно-долговой корректировки путем ограничения бюджетной поддержки государственных корпораций и государственных учреждений. Их поступательное развитие должно обеспечиваться за счет собственного ресурса, что предусматривает введение принципов корпоративного управления и устранение органов государственного управления от осуществления прямых воздействий на их деятельность (необходима также продажа акций национализированных правительством банков);

2) внесение изменений в систему мобилизации, распределения и использования ресурсов государственных социальных фондов для уменьшения финансирования их дефицита из государственного бюджета (за счет расширения базы налогообложения путем ограничения теневой оплаты труда, повышения уровня зарплаты, рационализации расходов из-за уменьшения непрофильных расходов, а также использования временно свободных денежных средств с целью получения доходов от инвестиционной деятельности);

3) ускорение приватизации имущества государственных предприятий и учреждений, которые не имеют стратегического значения и требуют выведения из-под контроля политиков и переориентации на рыночные принципы хозяйствования, уменьшение участия государственных органов управления в хозяйственных процессах. Следствием таких мер станет увеличение поступлений в государственный бюджет, что позволит снизить объемы заимствований для его финансирования;

4) поддержка недискреционной фискальной политики, направленной на поддержание экономического роста и достижение приемлемых показателей финансовой стабильности (налоговой нагрузки, уровня инфляции, процент-

* Меморандумом между Украиной и МВФ предусмотрено продление фискальной консолидации в Украине (для обеспечения стабильности долга в среднесрочном периоде), что должно быть поддержано введением пенсионной реформы и более эффективной и благоприятной для развития налоговой системы с одновременным повышением качества государственных расходов и реформированием сектора государственных корпораций, преодолением коррупции и привлечением инвестиций и повышением экономического потенциала (См.: Меморандум МВФ. – Додаток І. Україна: Меморандум про економічну і фінансову політику. – П. 18. – К., 2 березня 2017 р. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/Меморандум%20МВФ_Київ,%202%20березня%202017.pdf).

ных ставок, конкуренции), за счет рационализации привлечения, распределения и использования бюджетных ресурсов;

5) пересмотр системы предоставления и использования государственных гарантий по выпущенным на внутренний рынок ценным бумагам государственных банков и государственных учреждений, а также зарубежных финансовых институтов с целью недопущения перекладывания уплаты долга субъектами хозяйствования на государственный бюджет;

6) повышение эффективности использования бюджетных ресурсов за счет ограничения монопольного лоббирования их распределения со стороны отдельных олигархических бизнес-структур и политиков, улучшение мониторинга и анализа показателей результативности бюджетных расходов со стороны Счетной палаты Украины, создание надлежащих условий (раскрытие нужной информации, возможности предоставления предложений, получение отчетов об их учете и т. д.) для участия общественных организаций в решении указанных проблем;

7) разработка реальных и действенных фискальных правил, направленных на сдерживание и сокращение государственной задолженности, что предусматривает внесение изменений в процесс контроля (как внутреннего, так и внешнего) за проведением финансирования государственного бюджета, а также мероприятий по их обеспечению в ходе его выполнения. Контроль должен осуществляться за состоянием государственного и гарантированного государством долга со стороны правительства, парламента, а также гражданского общества. Он должен направляться на недопущение превышения оптимальных объемов государственных обязательств (содержание безопасного уровня задолженности, допустимых показателей расходов на погашение долга, пограничных уровней доходности государственных заимствований). Реализация комплекса мер по уменьшению расходов на обслуживание государственных заимствований (снижение доходности государственных заимствований на внутреннем и внешних финансовых рынках, улучшение структуры расходов по управлению государственным долгом, уменьшение расходов на управление государственными и гарантированными государством обязательствами).

Выводы

Рост объемов государственного и гарантированного государством долга и изменение его структуры в Украине вызвано рядом факторов: необходимостью увеличения бюджетных расходов, расширения поддержки государственных корпораций и банковской системы, финансирования мероприятий, направленных на приближение тарифов на энергоносители к рыночным ценам, использования государственных гарантий. Решение таких задач осуществлялось в условиях обострения финансовых рисков: мобилизации доходов, привлечения дополнительного ресурса с целью финансирования бюджетного дефицита и дефицитно-долговой корректировки, невыполнения планов приватизации, высокого уровня инфляции, а также снижения курса национальной валюты.

Основой наращивания государственной задолженности стало увеличение государственных заимствований, что было вызвано ростом объемов погашения обязательств, повышением расходов на проведение активных операций, перекладыванием части заимствований корпораций и учреждений на государственный бюджет. В условиях невыполнения планов поступлений от приватизации государственного имущества такая политика привела к обострению фискаль-

ных рисков (удержание высоких показателей государственных заимствований, финансирование долга за счет НБУ и государственных банков).

Политика государственных заимствований (в аспекте ее внутренней и внешней составляющих) оказалась непоследовательной: допускались резкие изменения в привлечении ресурса от внутренних и внешних источников. Пиковой была нагрузка на государственный бюджет по погашению займов в 2015 г., когда резко увеличились внешние заимствования. В 2017 г. такие проблемы были решены в основном за счет размещения внутренних обязательств.

Расходы государственного бюджета на проведение активных операций были направлены на предоставление финансовой поддержки государственным банкам и государственным учреждениям, ФГВФЛ, капитализацию отдельных частных банков. Следствием увеличения государственных заимствований (при условии их высокой доходности как на внутреннем, так и на внешнем рынках) стал рост объемов обслуживания займов, а с учетом бюджетной поддержки государственных социальных фондов – показателей бюджетного дефицита.

К основным направлениям сдерживания, а в дальнейшем – и сокращения государственной задолженности, относятся: уменьшение дефицитного-долговой корректировки; ограничение финансирования дефицита государственных социальных фондов; снижение расходов по обслуживанию государственных заимствований; достижение более рационального соотношения внутренних и внешних обязательств; ускорение приватизации государственного имущества; расширение недискреционных механизмов фискальной политики; повышение фискальной результативности предоставления и использования государственных гарантий; утверждение обновленных бюджетных правил и использование реальных механизмов их соблюдения.

Список использованной литературы

1. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. – Глава 24 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf>.
2. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора ; [пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський]. – К. : Основи, 1998. – 854 с.
3. Фридмен М. Количественная теория денег. – М. : Эльф пресс, 1996. – 132 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://search.rsl.ru/ru/record/01001729490>.
4. Нуреев Р. М. “Общая теория занятости, процента и денег” Дж. М. Кейнса: предпосылки возникновения, методология и особенности интерпретации // Journal of Institutional Studies (Журнал институциональных исследований). – 2016. – Т. 8. – № 1. – С. 6–35 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://hjournal.ru/files/JIS_8.1/JIS_8.1_1.pdf.
5. Білорус О. Г. Структурна трансформація глобального капіталу та гіперфінансіалізація відтворювальних процесів // Фінанси України. – 2016. – № 1. – С. 7–19.
6. Богдан Т. П. Глобальні умови та внутрішні ризики функціонування валютно-фінансової сфери України // Фінанси України. – 2017. – № 1. – С. 52–74.
7. Гец В. М. Особенности взаимосвязи экономических и политических трансформаций на пути к реконструктивному развитию экономики Украины // Экономика Украины. – 2017. – № 10. – С. 3–17.
8. Iefymenko T. Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine // Фінанси України. – 2016. – № 3. – С. 7–14.

9. Кириленко О.П. Формування інституційного забезпечення прозорості бюджетного процесу в Україні // *Фінанси України*. – 2017. – № 8. – С. 80–94.

References

1. Keynes J.M. *Obshchaya Teoriya Zanyatosti, Protsenta i Deneg* [The General Theory of Employment, Interest and Money], Ch. 24, available at: <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf> [in Russian].

2. Stiglitz J.E. *Ekonomika Derzhavnoho Sektora* [Economics of the Public Sector]. Kyiv, Osnovy, 1998 [in Ukrainian].

3. Friedman M. *Kolichestvennaya Teoriya Deneg* [Quantity Theory of Money]. Moscow, El'f-press, 1996, available at: <https://search.rsl.ru/ru/record/01001729490> [in Russian].

4. Nureev R.M. “*Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg*” *Dzh.M. Keinsa: predposylki vozniknoveniya, metodologiya i osobennosti interpretatsii* [“The general theory of employment, interest and money” J.M. Keynes: background, methodology and specific interpretations]. *Zhurnal institutsional'nykh issledovaniy – Journal of Institutional Studies*, 2016, Vol. 8, No. 1, pp. 6–35, available at: http://hjournal.ru/files/JIS_8.1/JIS_8.1_1.pdf [in Russian].

5. Bilorus O.G. *Strukturna transformatsiya global'noho kapitalu ta hiperfinansializatsiya vidtvoryuval'nykh protsesiv* [Structural transformation of the global capital and hiperfinancialization of reproduction processes]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2016, No. 1, pp. 7–19 [in Ukrainian].

6. Bohdan T.P. *Global'ni umovy ta vnutrishni ryzyky funktsionuvannya valyutno-finansovoi sfery Ukrainy* [Global conditions and country-specific risks for functioning foreign exchange and financial sectors in Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 1, pp. 52–74 [in Ukrainian].

7. Heyets V.M. *Osobennosti vzaimosvyazi ekonomicheskikh i politicheskikh transformatsii na puti k rekonstruktivnomu razvitiyu Ukrainy* [Peculiarities of interrelationship of economic and political transformations on the way to reconstructive development of Ukraine's economy]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2017, No. 10, pp. 3–17 [in Russian].

8. Iefymenko T. Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2016, No. 3, pp. 7–14.

9. Kyrylenko O.P. *Formuvannya instytutsiinoho zabezpechennya prozorosti byudzhethnoho protsesu v Ukraini* [Formation of institutional support for transparency of the budget process in Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 8, pp. 80–94 [in Ukrainian].

Статья поступила в редакцию 21 февраля 2018 г.

The article was received by the Editorial staff on February 21, 2018.