

Н.В. ТРУСОВА**(Таврійський державний агротехнологічний університет, м. Мелітополь, Україна)***А.О. СІГАЙОВ*****(Національний технічний університет України
«Київський політехнічний інститут імені Ігоря Сікорського», м. Київ, Україна)*

Борговий тягар фінансової системи України та країн-членів Європейського Союзу

Тенденція до зростання боргового навантаження фінансової системи України простежується упродовж вже декількох останніх років. Вітчизняні методичні положення та рекомендації, які мали призупинити нарощення боргового навантаження фінансової системи України через ефективне прогнозування, аналіз та оцінку змін кон'юнктури фінансових ринків, не забезпечили активного управління ринковою часткою бюджетного боргу на прийнятному рівні. Метою статті є обґрунтування сценаріїв послаблення тиску боргового навантаження фінансової системи України, з урахуванням елементів управління державним боргом країн-членів Європейського Союзу. Розкрито особливості боргового навантаження фінансової системи із допустимими ризиками ревальваційного тиску на платіжний баланс України та країн-членів Європейського Союзу. Методологічний базис ідентифікації взаємозв'язку між показниками економічного зростання та індикаторами боргового навантаження фінансової системи формує модель «боргова крива Лаффера». Побудовано залежність ВВП від рівня боргового навантаження фінансової системи для країн, які формують економічне ядро Єврозони та нових членів ЄС, що мають інший рівень боргового тиску, враховуючи їх національні особливості управління борговими ризиками та гарантованим державою боргом. Визначено критичний рівень допустимого боргового тягара фінансової системи України в середньостроковій перспективі зовнішніх зобов'язань боргових операцій, відсоткових ризиків та додаткових виплат за реструктуризованими облігаціями. Рекомендовано ефективні дії щодо запозичення й розподілу фінансових ресурсів, ризикоорієнтованих сценаріїв управління гарантованими зобов'язаннями держави в частині коригування боргових показників до граничних меж.

Ключові слова: боргове навантаження фінансової системи, ВВП, індикатори боргового навантаження, валютні ризики, відсоткові ризики, державний борг.

N.V. TRUSOVA*(Tavria State Agrotechnological University, Melitopol, Ukraine)***A.O. SIHAIIV***(National Technical University of Ukraine «Igor Sikorsky Kyiv Polytechnic Institute», Kyiv, Ukraine)*

Debt Burden of the Financial System of Ukraine and European Union Member-States

The tendency to increase the debt burden of Ukraine's financial system has been traced for several years. Domestic methodical recommendations that should suspend the buildup of the debt burden of Ukraine's financial system through effective forecasting, analysis and assessment of changes in the financial markets, have not provided active management of the market share of the budgetary debt at an acceptable level. The purpose of the article is to justify the scenarios in easing the pressure of the debt burden of the Ukraine's financial system, taking into account the elements of public debt management in the countries of the European Union. The peculiarities of the regulating the debt burden of the financial system with the allowable risks of revaluation pressure on the payments balance of the Ukraine and European Union member-states were considered. The methodology used in the research is based on the principles of the relationship between the indicators of economic growth and the indicators of the debt burden of the financial system within the framework of the «Laffer debt curve» model. The «Laffer debt curve» shows the dependence of GDP changes on the level of debt burden of the financial system for countries which form economic core of the Eurozone and

* **Трусова Наталя Вікторівна**, завідувач кафедри «Облік і оподаткування» Таврійського державного агротехнологічного університету (м. Мелітополь), доктор економічних наук, доцент.

** **Сігайов Андрій Олександрович**, професор кафедри економіки і підприємництва Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут імені Ігоря Сікорського» (м. Київ), доктор економічних наук, професор.

for new EU members with another level of debt pressure for period 2012-2017. The financial instruments were analyzed, which allow the effective management of debt risks taking into account national characteristics. It was determined that the critical level of permissible pressure of the debt burden of the financial system for the Ukrainian economy is within the limit of 51.2 %. Based on the dynamics of payments concerning the Ukraine public debt, the scenarios of the probable increase the debt burden in the medium-term perspective were estimated. Effective actions have been recommended to borrow and distribute financial resources, risk-based management scenarios for guaranteed state obligations in terms of adjusting debt indicators to the marginal limits.

Keywords: debt burden of the financial system, GDP, debt burden indicators, currency risks, interest rates, public debt.

Постановка проблеми. Тенденція до зростання боргового навантаження фінансової системи України простежується упродовж вже декількох останніх років. Її визначають високі валютні ризики зовнішньої заборгованості, нестабільна ситуація з рефінансуванням боргів попередніх років, а також тиск боргових виплат на державні фінанси. На жаль вітчизняні методичні положення та рекомендації, які мали призупинити нарощення боргового навантаження фінансової системи України через ефективне прогнозування, аналіз та оцінку змін кон'юнктури фінансових ринків, не забезпечили активного управління ринковою часткою бюджетного боргу на прийнятному рівні. В умовах кризи країни-члени Європейського Союзу продемонстрували готовність підтримати фінансові установи – банки, страхові й інвестиційні компанії, які перебували на стадії банкрутства, за рахунок вливання бюджетних коштів. Модернізація політики їх боргового навантаження, яка зміцнила фінансову систему та економічне зростання, має стати головним орієнтиром для України щодо врегулювання співвідношення вартості обслуговування боргу із допустимим ступенем ризику ревальваційного тиску на національну валюту, рівня платіжному балансу, а також внутрішньої цінової конкурентоспроможності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Оцінка критичного стану фінансової системи, зростання до загрозливих параметрів боргового навантаження та надмірного залучення на не вигідних умовах фінансових ресурсів поряд з неефективним їх використанням досліджується у працях багатьох зарубіжних вчених: Т. Холмес (T. Holmes) [1], Дж. Рефет, Б. Сак, Дж. Врігт (G. Refet, B. Sack and J. Wright) [2], Дж. Пенгджі, Й. Квай (G. Pengjie and Y. Qi) [3], С. Ардагна, Ф. Каселлі (S. Ardagna and F. Caselli) [4], В. Грабовські, Е. Ставаш (W. Grabowski and E. Stawasz) [4]. На національному рівні вітчизняні вчені приділяють значну увагу дослідженню гарантованого державою боргу в контексті фінансової політики та державних фінансів – С. Лондар [6], О. Олійник, І. Сідельнікова [7], системи показників боргових ризиків та порогових меж боргової стійкості – О. Сергієнко [8], О. Власюк, Л. Шемаєва [9], поліпшення боргової політики України – В. Данилюк [10], О. Лондар [11]. Однак проблема боргового навантаження фінансової системи України потребує комплексного аналізу з урахуванням її витоків, причин появи та поглиблення, поточного стану та ризиків.

Метою статті є обґрунтування сценаріїв послаблення тиску боргового навантаження фінансової системи України, з урахуванням елементів

управління державним боргом країн-членів Європейського Союзу.

Виклад основних результатів. Сучасний етап розвитку глобальної економіки характеризується значним нарощуванням державного боргу багатьма країнами світу. Фахівці міжнародних організацій, зокрема МВФ [12] розглядаючи боргову політику держави за сукупністю дій, вважають, що вона реалізується через визначений комплекс заходів і спрямована на раціональну та ефективну мобілізацію, розподіл, використання і повернення державою запозичених фінансових ресурсів. Кінцевою метою боргової політики є зменшення тиску боргового навантаження, який не буде надмірним при утриманні допустимого рівня валютних, відсоткових ризиків, тобто буде вважатись фінансово безпечним розміром зовнішнього й гарантованого державою боргу та не заважатиме зростанню рівня платіжному балансу, а також внутрішньо цінової конкурентоспроможності.

Теоретично-методологічним підходом ідентифікації взаємозв'язку між економічним зростанням та борговим навантаженням фінансової системи є так звана «боргова крива Лаффера» [13], яка дозволяє оцінити рівень відносного збільшення обсягу запозичень до темпів зростання ВВП. Так, нарощування державного боргу та посилення боргового навантаження підвищує ризики фінансової системи. Кредитори на фінансових ринках реагують на це збільшенням ставок на запозичення, що змушує збільшувати видатки на обслуговування державного боргу в порівнянні з темпами збільшення ВВП. Це призводить до утворення так званого боргового навісу, коли вартість залучення додаткових фінансових ресурсів для держави-позичальника суттєво зростає порівняно із величиною темпів її економічного розвитку. Подальше залучення запозичень призводить до розкручування боргової спіралі (тобто, щоб обслуговувати борг, необхідно знову позичати на дедалі не вигідних умовах), що вимушує будувати боргову піраміду [14].

Експерти МВФ оцінюють модель рівня боргового навантаження фінансової системи (b_t) у вигляді емпіричного співвідношення в довгостроковому періоді. При цьому мають бути скоординовані заходи із залучення, обліку, обслуговування та погашення державного боргу, які своєчасно узгоджують зміни темпів зростання реального ВВП із темпами росту інфляції та бюджетного сальдо [12]:

$$b_t = \frac{1 + i_t}{(1 + p_t) \times (1 + g_t)} \times b_{t-1} + d_t + e_t, \quad (1)$$

де, b_t – рівень боргового навантаження фінансової системи до ВВП; i_t – відсоткова ставка, за якою сплачується борг; π_t – темп інфляції; g_t – темп приросту реального ВВП; d_t – темп приросту первинного дефіциту щодо ВВП; e_t – додаткова випадкова величина, що враховує оціночні бухгалтерські корективи первинного дефіциту.

Функціональність даної моделі обумовлює прийняття урядом рішень щодо створення нестандартної ситуації – одночасної наявності доволі високої інфляції та порівняно низьких номінальних відсоткових ставок для комерційних кредитів та державних запозичень. Це супроводжується невеликим, але безперервним економічним зростанням, що поступово приводить до збалансування бюджету [15, с. 355].

В межах загальноєвропейського підходу (політики «фіскальної консолідації») країнами Європейського Союзу розроблено низку «фіскальних правил нового покоління» [16; 23, с. 286], які імplementовано за цільовими індикаторами (структурний дефіцит, обсяг видатків бюджету, боргове навантаження фінансової системи), а їх алгоритм розрахунку введено на законодавчому рівні. Так, загальні та індивідуальні фіскальні правила нормування тиску боргового навантаження фінансової системи країн Єврозони спрямовуються на приведення індикатора в діапазон не вище 60 % ВВП. При перевищенні діапазону, країни мають розробляти індивідуальні заходи до досягнення граничного рівня даного показника, шляхом щорічних коригувань окремих сегментів державних фінансів.

У межах моделі «боргової кривої Лаффера» побудовано залежність зміни ВВП від рівня боргового навантаження фінансової системи для країн, які формують економічне ядро Єврозони (Німеччина, Франція, Іспанія, Нідерланди, Австрія) та добре контролюють рівень індикатора, а також нових країн-членів ЄС (Естонія, Латвія, Румунія,

Болгарія, Литва, Словенія, Чехія, Словаччина, Польща, Угорщина), які мають інший рівень безпечного боргового навантаження (табл. 1).

При дослідженні таких країн, нами використані статистичні дані МВФ [17] з часовим періодом 2012–2017 рр. Значенням критичного боргового навантаження фінансової системи для конкретної країни, вище якого настає ефект «боргового навісу», вважається точка нульового економічного розвитку, яка виникає при збільшенні значення індикатора залежності ВВП від боргового навантаження фінансової системи. Крива представлена квадратичним рівнянням $y = ax^2 + bx + c$, максимум кривої відповідає значенню $x_{max} = -\frac{b}{2a}$.

Результати розрахунків x_{max} для країн економічного ядра показують, що для Франції це значення становить 83,8 % ВВП, Німеччини – 74,9 %, Іспанії – 78,2 %, Нідерландів – 61,2 %, Австрії – 82,3 %. Середня величина критичного боргового навантаження для зазначеної групи «старих» країн-членів ЄС може бути оцінене на рівні 76,1 % щодо ВВП. Динаміка тиску боргового навантаження фінансової системи за групою нових країн-членів у порівнянні із «старими» країнами-членами ЄС має такий діапазон: в Естонії – 9,7 % ВВП, Латвії – 37,8 %, Румунії – 40,4 %, Болгарії – 26,9 %, Литві – 37,7 %, Словенії – 82,9 %, Чехії – 41,6 %, Словаччині – 54,0 %, Польщі – 48,8 %, Угорщині – до 79,6 % ВВП. Тобто в двох країнах цієї групи (Угорщині й Словенії) значення боргового навантаження фінансової системи суттєво перевищило поріг у 60 %, а в таких країнах, як Польща і Словаччина, наблизилося до цього порога.

У рамках моделі «боргової кривої Лаффера», нові країни-члени Європейського Союзу, упродовж 2012–2017 рр., мали істотний взаємозв'язок «ВВП – боргове навантаження фінансової системи».

Таблиця 1

Середнє боргове навантаження фінансової системи країн-членів Європейського Союзу та оцінка критичного значення x_{max} , за період 2012-2017 рр., % ВВП

Країна-член Європейського Союзу	Середнє боргове навантаження фінансової системи, % ВВП	Теоретична оцінка значення критичного боргового	Істотність зв'язку, R^2	x_{max} %
Для «старих» країн-членів Європейського Союзу				
Німеччина	74,2	$y = -5,8961x^2 + 884,23x - 29482$	0,6467	74,9
Франція	85,9	$y = -1,8171x^2 + 304,5x - 9886,8$	0,6955	83,8
Австрія	81,4	$y = -0,3793x^2 + 62,412x - 2152,4$	0,5015	82,3
Нідерланди	62,8	$y = -2,0827x^2 + 254,79x - 6878,6$	0,8277	61,2
Іспанія	74,4	$y = -0,5162x^2 + 80,722x - 1653,7$	0,4564	78,2
Для нових країн-членів Європейського Союзу				
Чехія	38,5	$y = -0,3009x^2 + 22,929x - 225,95$	0,5115	38,1
Естонія	8,0	$y = -0,2184x^2 + 4,6373x - 0,4211$	0,7723	10,6
Угорщина	77,5	$y = -0,2169x^2 + 31,675x - 1015,7$	0,86	73,0
Латвія	34,1	$y = -0,0345x^2 + 1,4461x + 21,958$	0,9744	21,0
Польща	51,8	$y = -1,4725x^2 + 151,89x - 3392,2$	0,3319	51,5
Болгарія	18,8	$y = -0,095x^2 + 4,2409x + 9,2292$	0,4822	22,3
Румунія	32,3	$y = -0,0442x^2 + 4,6517x + 74,643$	0,8782	52,8

Джерело: розраховано автором за даними МВФ [17].

Фінанси та оподаткування

При цьому, максимум зазначеної кривої x_{max} для Болгарії перебуває на рівні 22,3 % ВВП, Латвії – 21,0 %, Естонії – 10,6 %, Румунії – 52,8 %, Чехії – 38,1 %, Польщі – 51,5 %, Угорщини – 73,0 % ВВП. Середнє значення такого показника за цією групою країн становить 38,5 % ВВП.

Проведені розрахунки критичного боргового навантаження фінансової системи України в рамках моделі «боргової кривої Лаффера» показали, що впродовж 2008-2017 рр. середній максимально допустимий тиск боргове навантаження для української економіки, вище якого може скластися ситуація «боргового навісу» становить 51,2 %.

На рис. 1 зображено динаміку зміни боргового навантаження фінансової системи (відношення суми загального та гарантованого державою боргу до ВВП) в Україні протягом 2008-2017 рр. Так, стан сфери державних фінансів України за період 2009-2013 рр. характеризувався відсутністю системності у здійсненні запозичень. Уряд здебільшого здійснював

емісійні позики у Національного банку України, при цьому тиск боргового навантаження фінансової системи був у межах 33-39 % ВВП.

Боргове навантаження фінансової системи України, починаючи з 2014 р., стрімко зросло як за рахунок скорочення ВВП, так із-за суттєвої девальвації національної валюти (майже з 24,00 грн./\$1 до близько 27,19 грн./\$1), а також через збільшення обсягу частини валютного зовнішнього боргу. Сукупний державний і гарантований державою борг України в 2017 р. склав близько 92 % ВВП. Упродовж 2014-2017 рр. індикатор боргового тиску зріс більш ніж як у три рази. Тобто, щорічний темп росту у 2017 р. склав 123 %, проти 188 % у 2014 р. Зазначимо, що Законом України «Про Державний бюджет України на 2017 рік» граничний обсяг державного та гарантованого державою боргу був передбачений на рівні 2295,9 млрд. грн., що на 18,9 % більше, ніж сума боргу у 2016 р. (1929,8 млрд. грн.).

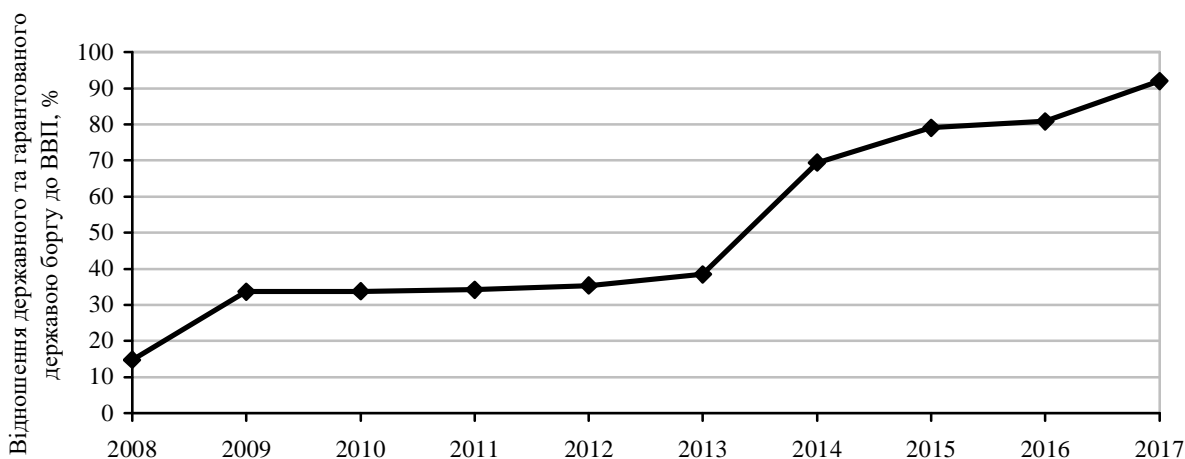


Рис. 1. Динаміка зміни боргового навантаження фінансової системи України в 2008-2017 рр.

Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України [18].

За останні два роки (2016-2017 рр.) відбулось зростання зведеного дефіциту держбюджету з 54,7 млрд. грн. до 78,7 млрд. грн., або 2,3 % ВВП до 2,9 % ВВП та дефіциту сектора загального державного управління – з 55 млрд. грн. до 81 млрд. грн., або 2,3 % ВВП до 3 % ВВП. За оцінками Національного банку України в 2018 р. дефіцити можуть скоротитися до 2,8 % ВВП і 2,9 % ВВП відповідно [18; 19].

Розглянемо боргове навантаження фінансової системи України в контексті підвищення рівня його ризикоорієнтованості щодо структури боргу за ставками погашення. Так, в структурі валютного боргу в 2014 р. обсяг державного і гарантованого державою боргу становив 61,7 %, у 2015 р. – 70,2 %, у 2016 р. – 69,7 %, у 2017 р. – 71,1 %. Така тенденція сприяє зростанню валютних витрат з обслуговування боргових зобов'язань та посилює загрозу скорочення валютної пропозиції на вітчизняному фінансовому ринку. При цьому небезпечним викликом фінансовій безпеці впродовж 2014-2017 рр. став зростаючий борговий тиск

на державний бюджет за рахунок збільшення платежів виконання боргових зобов'язань (рис. 2).

Якщо в 2014 р. загальний їх обсяг становив 183,86 млрд. грн., то вже в 2017 р. – 242,9 млрд. грн. (у т.ч. за внутрішнім боргом – 168,7 млрд. грн., за зовнішнім – 74,2 млрд. грн.). У структурі сукупних боргових платежів утримується тенденція до зростання витрат на погашення державного боргу. Їх загальний обсяг у 2014 р. становив 109,20 млрд. грн., у 2015 р. – 251,60 млрд. грн., у 2016 р. – 111,4 млрд. грн., у 2017 р. – 129,56 млрд. грн. Прогнозні виплати за державним боргом у 2018 р. оцінені на рівні 305,9 млрд. грн., з яких 193,36 млрд. грн. виплати за внутрішнім боргом та 112,54 млрд. грн. за зовнішнім.

Особливо критичним для України є зростання сукупних боргових платежів у середньостроковій перспективі, що значною мірою може спровокувати кризу неплатоспроможності держави (за умови невизначеності щодо подальшого кредитування МВФ та сповільнення економічного зростання). Згідно прогнозу на 2019 р. їх загальний обсяг

перевищуватиме 339 млрд. грн., у 2020 р. – 341 млрд. грн. Виплати України за борговими зобов'язаннями впродовж 2018-2022 рр. оцінюються на рівні \$ 64,2 млрд. США, у т.ч. \$ 35,5 млрд. США за внутрішнім та

\$ 28,7 млрд. за зовнішнім боргом. У 2018 р. боргові виплати України складуть \$ 10,9 млрд. США, у 2019 р. – \$ 11,6 млрд. США, у 2020 р. – \$ 13,7 млрд., у 2021 р. – \$ 14,1 млрд. США, у 2022 р. – \$ 13,9 млрд. США [20].



Рис. 2. Динаміка платежів за державним боргом України, 2008-2017 рр.

Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України [18].

Для зменшення боргового навантаження фінансової системи України у III кварталі 2017 р. шляхом репрофайлінгу здійснено обмін облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП), що є у власності НБУ на нові ОВДП. Загальний обсяг портфелю ОВДП у власності НБУ в 2017 р. становив 360,6 млрд грн., з яких під репрофайлінг визначено облігації номіналом 219,6 млрд грн. Приблизно 145,2 млрд грн. від загального портфелю ОВДП конвертовані у довгострокові гривневі облігації різної строковості з прив'язкою доходності до рівня інфляції та близько 74,4 млрд грн. у довгострокові гривневі облігації різної строковості погашення з фіксованими процентними ставками. Погашення ОВДП буде здійснюватись

рівномірними частками (приблизно по 12 млрд грн. щороку) до 2047 р. [20].

Варто наголосити, що наявність одночасно облігацій з фіксованою та плаваючою ставками забезпечить диверсифікацію відсоткового ризику. Але тенденція до утримання відсоткового ризику як показника підвищення вартості боргу у національній та в іноземній валюті з фіксованою й плаваючою ставкою буде зберігатись. Динаміка відсоткового ризику у борговій сфері (рис. 3) показала збільшення питомої ваги фінансових інструментів з плаваючою ставкою, волатильність яких на фінансовому ринку зростає.

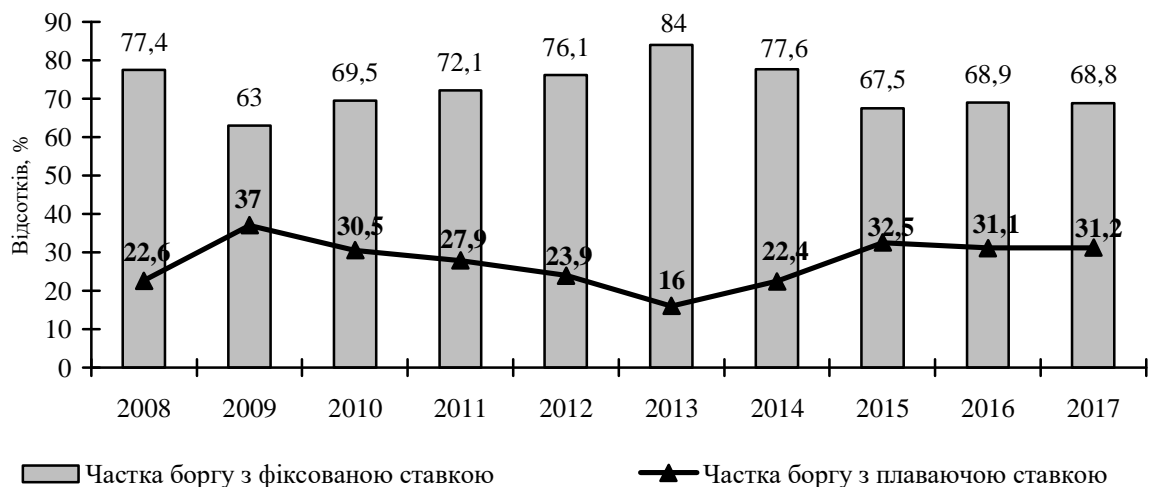


Рис. 3. Динаміка відсоткового ризику у борговій сфері України за період 2008-2017 рр.

Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України [18].

Фінанси та оподаткування

Під впливом політичних та економічних потрясінь в 2009 р. частка боргу з плаваючою ставкою склала 37,0 %, у 2010 р. – 30,5 %. Упродовж 2016-2017 рр. частка боргу з плаваючою ставкою утримувалась на рівні 31,1-31,2 %, через отримання кредитів МВФ. Використання значних обсягів зобов'язань з плаваючою ставкою свідчить про необхідність вибору зважених підходів щодо типу боргових інструментів, який відображає рівень ризику зростання майбутніх витрат на їх обслуговування.

Ймовірність посилення боргового тягаря в середньостроковій перспективі внаслідок реалізації

потенційних ризиків та реструктуризації боргу завершена практично за всіма зовнішніми зобов'язаннями боргових операцій, зокрема: списано 20 % основного боргу на суму \$ 3,6 млрд. США та реструктуризовано частину боргу обсягом \$ 15 млрд. США (здійснено обмін поточних на 9 нових серій єврооблігацій) з перенесенням термінів їх погашення з 2015-2023 рр. на 2019-2027 рр. Це дало змогу зменшити тягар боргових виплат у найскрутніший для державних фінансів період (рис. 4).

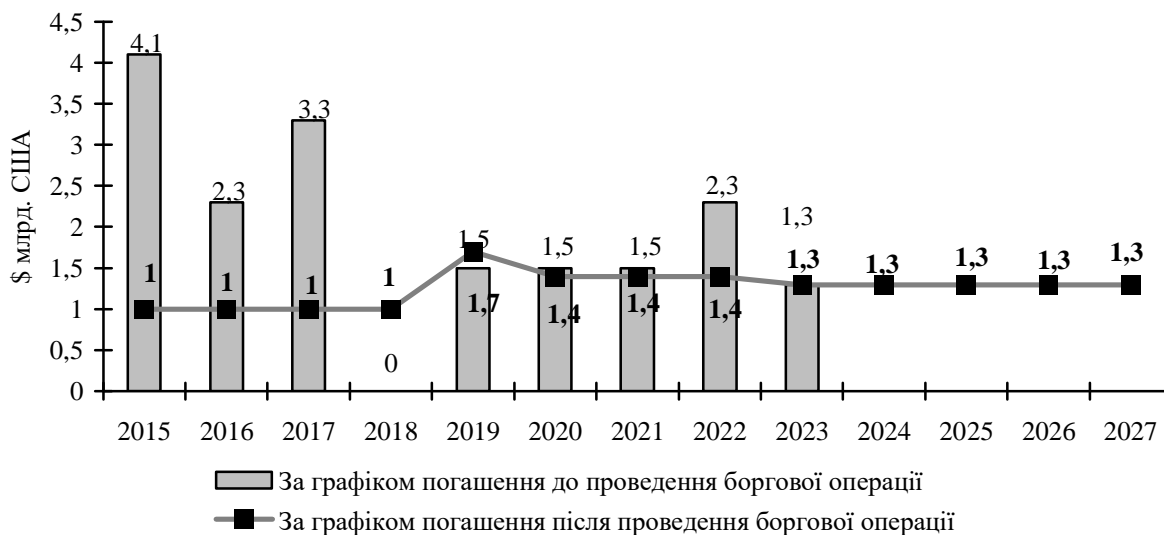


Рис. 4. Порівняльна оцінка обсягів погашення державного боргу до та після боргової операції 2015 року, \$ млрд. США

Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України [18].

Збільшення вартості реструктуризованих фінансових інструментів за борговими операціями до 7,75 % та їх прив'язка до темпів зростання ВВП, замість списаних \$ 3,6 млрд. США зобов'яже державу виплатити кредиторам впродовж 20 років 15 % або 40 % номінального приросту ВВП. За оцінками UIF, у 2022-2027 рр. додаткові виплати за реструктуризованими облігаціями, за умов щорічного зростання реального ВВП на 4,0-4,5 % сума компенсацій виплат кредиторам складе 2,5 млрд. США. Але це становитиме додаткову загрозу фінансовій системі країни в цілому [21].

Таким чином, стан фінансової системи впродовж 2014-2017 рр. є нестійкий і надто чутливий до впливу ризиків. Проведення реструктуризації зовнішнього та гарантованого державою боргу із накладенням мораторію на окремі боргові виплати є вимушеним кроком для України з метою контролю критичного тиску боргового навантаження економіки.

Висновки. Гармонізація розвитку фінансової системи України та коригування боргових показників до граничних меж має забезпечуватись шляхом здійснення таких дієвих заходів:

– імплементація середньострокового управління борговим навантаженням фінансової системи на 2018-2020 рр. відповідно до Стратегії управління

державними фінансами на 2017-2021 рр., затвердженої розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24 травня 2017 р. № 415-р;

– встановлення обмеження запозичень в іноземній валюті на внутрішньому фінансовому ринку, а також загального рівня зовнішнього боргу не вище 50 % з метою зменшення валютного ризику;

– упередження відсоткового ризику при формуванні середньострокового рівня боргового навантаження фінансової системи та розроблення додаткового сценарію щодо реагування на зростання витрат з обслуговування боргу при збільшенні позик за плаваючими ставками;

– удосконалення нормативно-правового регулювання щодо закріплення рівня співвідношення боргового навантаження фінансової системи з ВВП – 40 %;

Напрями здійснення ефективного запозичення та розподілу фінансових ресурсів на рівні формування стабільної фінансової системи мають бути такі:

– законодавче забезпечення фіскальних правил щодо оптимізації державних запозичень через утримання балансу в емісійній діяльності та стягненні податків при нарощуванні боргу й збільшенні вартості його обслуговування;

– здійснення заходів щодо формування цінових орієнтирів розміщення облігацій внутрішньої державної позики у національній валюті;

– забезпечення нормативно-правового супроводу випуску довгострокових (не менше, ніж 20-30 річних) державних цінних паперів (наприклад, Аргентина успішно розмістила серед приватних інвесторів 100-річні єврооблігації з доходністю 7,5 % річних).

– проведення моніторингу та оцінки фіскальних ризиків, пов'язаних з умовними зобов'язаннями та періодом зниження рівня загального та гарантованого державою боргу до безпечної межі – 60 %;

– зменшення видатків на покриття обсягу гарантованого державою кредиту, який надається малим і середнім підприємствам, до величини, яка не перевищує еквіваленту 2,5 млн. EUR (подібні обмеження існують у країнах ЄС);

– посилення захисних механізмів під час надання державних гарантій у відповідності Стратегії управління державними фінансами на 2017-2021 рр.

Прискорення темпів реформування фінансової системи та реалізація заходів стосовно вдосконалення державного боргового навантаження дозволять забезпечити подальше економічне зростання та високий рівень соціальних гарантій в країні.

4 Список використаних джерел

1. Holmes T. The effect of state policies on the location of manufacturing: Evidence from state borders. *Journal of Political Economy*. 1998. Vol. 106. pp. 667-705. URL: <http://users.econ.umn.edu/~holmes/papers/policy.pdf>

2. Refet G., Sack B., Wright J. The U.S. Treasury yield curve: 1961 to the present. *Journal of Monetary Economics*. 2007. Vol. 54. № 8. pp. 2291-2304. DOI: <http://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2007.06.029>·Source: RePEc

3. Pengjie G., Qi Y. Political Uncertainty and Public Financing Costs: Evidence from US. *Municipal Bond Markets*. 2013. Vol. 145. pp. 25-36. URL: https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2012/qi_gao.pdf

4. Ardagna S., Caselli F. The political economy of the Greek debt crisis: A tale of two bailouts. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2014. Vol. 6. pp. 291-323. DOI: <http://doi.org/10.1257/mac.6.4.291>

5. Grabowski W., Stawasz E. Sovereign bond spreads in the emu peripheral countries: the role of the outright monetary transactions. *Prague Economic Papers*. 2017. Vol. 26. № 3. pp. 360-373. DOI: <https://doi.org/10.18267/j.pap.618>

6. Лондар С. Л., Башко В. Й. Рівень боргового навантаження державних фінансів в Україні. *Фінанси України*. 2013. № 1. С. 22-31.

7. Олійник О. В., Сідельнікова І. В. Боргова безпека України: стан, проблеми, перспективи. *Вісник Національної юридичної академії України ім. Ярослава Мудрого*. 2011. № 2(5). С. 41-48.

8. Сергієнко О. В. Побудова концепції визначення специфічних показників, які вказують на критичний стан державного боргу саме для економіки України. *Молодий вчений*. 2014. № 9(12). С. 59-65.

9. Власюк О. С., Шемаєва Л. Г. Боргова стійкість як стратегічний напрям підвищення рівня фінансової безпеки: аналітична доповідь. Київ: НІСД, 2016. 50 с.

10. Данилюк В. О. Боргова політика держави: поняття, види, особливості реалізації. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2013. Т. 18, Вип. 3(1). С. 115-118.

11. Лондар О. С. Вдосконалення системи управління борговою сферою України в процесі інтеграції в ЄС. *Наукові праці НДФІ*. 2015. Вип. 2. С. 57-69.

12. World Economic Outlook. Coping with high debt and sluggish growth. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>

13. Laffer Arthur B., Seymour Jan P. *The Economics of the Tax Revolt*. New York: Harcourt, Brace, 1979. 187 p.

14. IMF Country Report for Ukraine. Second review under the extended fund facility and requests for waivers of non-observance of performance criteria, rephrasing of access and financing assurances review-press release; staff report; and statement by the executive director for Ukraine, № 16/319. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16319.pdf>

15. Trusova N., Kalchenko S., Tsap V., Ternovsky V. Restrictions of Financing the Budget Deficit of Ukraine. *International Journal of Economic Research*. 2017. Vol. 14. № 14. pp. 353-364.

16. Numerical fiscal rules in the EU Member States. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/fiscal_rules/index_en.htm

17. The IMF databases. URL: <http://www.imf.org/data/imf-finances>

18. Статистичні матеріали Міністерство фінансів України щодо загального та гарантованого державою боргу України за 2017. URL: <http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish>

19. Про Державний бюджет України на 2017 рік / Міністерство фінансів України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1801-19>

20. Національний банк України та Міністерство фінансів України здійснили ОВДП з портфеля НБУ. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/natsionalnyi-bank-ta-ministerstvo-finansiv-zdiisnyly-reprofailinh-ovdp-z-portfelu-nbu?category=novini-ta-media>

21. Ризики дефолту України стають критичними. URL: https://uifuture.org/uk/post/ekonomika-ukrainy-riski-defolta-ukrainy-stanovatsa-kriticeskimi_448

22. Kilponen J., Laakkonen H., Vilmunen J. Sovereign risk, European crisis-resolution policies, and bond spreads. *International Journal of Central Banking*. 2015. № 11. pp. 285-323. URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ijc:ijcjou:y:2015:q:2:a:8>

4 References

1. Holmes, T. (1998). The effect of state policies on the location of manufacturing: Evidence from state borders, *Journal of Political Economy*, (106), 667-705. Retrieved from <http://users.econ.umn.edu/~holmes/papers/policy.pdf>

2. Refet, G., Sack, B. & Wright, J. (2007). The U.S. Treasury yield curve: 1961 to the present, *Journal of Monetary Economics*, (54(8)), 2291-2304. DOI: <http://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2007.06.029>·Source: RePEc

3. Pengjie, G. & Qi, Y. (2013). Political Uncertainty and Public Financing Costs: Evidence from U.S. *Municipal Bond Markets*, (145), 25-36. Retrieved from https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2012/qi_gao.pdf

4. Ardagna, S. & Caselli, F. (2014). The political economy of the Greek debt crisis: A tale of two bailouts, *American Economic Journal: Macroeconomics*, (6), 291-323. DOI: <http://doi.org/10.1257/mac.6.4.291>
5. Grabowski, W. & Stawasz, E. (2017). Sovereign bond spreads in the emu peripheral countries: the role of the outright monetary transactions, *Prague Economic Papers*, (26(3)), 360–373. DOI: <https://doi.org/10.18267/j.pep.618>
6. Londar, S. (2013). Level of debt burden of public finances in Ukraine, *Finance of Ukraine*, (1), 22-31.
7. Oliinyk, O. & Sidelnikova, I. (2011). Debt security of Ukraine: state, problems, prospects, *Herald of the National Law Academy of Ukraine named Yaroslav the Wise*, (2(5)), 41-48.
8. Serhiienko, O. (2014). The construction of the concept determine the specific indicators that point to the critical state of the public debt for the economy of Ukraine, *Young scientist*, (9(12)), 59-65.
9. Vlasiuk, O. & Shemaieva, L. (2016). Debt sustainability as a strategic direction to improve the level of financial security. Kyiv: NISD.
10. Danyliuk, V. (2013). Debt policy of the state: concept, types, peculiarities of realization, *Bulletin of Odessa National University. Economy*, (3(1)), 115-118.
11. Londar, O. (2015). Improvement of the debt management system of Ukraine in the process of integration into the EU, *Scientific works of NDFI*, (2), 57-69.
12. World Economic Outlook. (2012). Coping with high debt and sluggish growth. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>
13. Laffer, A. (1979). *The Economics of the Tax Revolt*. New York: Harcourt, Brace.
14. IMF Country Report for Ukraine. Second review under the extended fund facility and requests for waivers of non-observance of performance criteria, rephrasing of access and financing assurances review-press release; staff report; and statement by the executive director for Ukraine, № 16/319. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16319.pdf>
15. Trusova, N., Kalchenko, S., Tsap, V. & Ternovsky, V. (2017). Restrictions of Financing the Budget Deficit of Ukraine, *International Journal of Economic Research*, 14(14), 353-364.
16. Numerical fiscal rules in the EU Member States. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/fiscal_rules/index_en.htm.
17. The IMF databases. Retrieved from <http://www.imf.org/data/imf-finances>
18. Databases the Ministry of Finance of Ukraine on the general and guaranteed debt (2017). Retrieved from <http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish>
19. Verhovna Rada Ukrainy. (2017). About the State Budget of Ukraine. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1801-19>
20. NBU and the Ministry of Finance of Ukraine made on the exchange of bonds of domestic government loans portfolio owned by the NBU (2017). Retrieved from <https://www.minfin.gov.ua/news/view/natsionalnyi-bank-ta-ministerstvo-finansiv-zdiisnyly-reprofailinh-ovdp-z-portfeliiu-nbu?category=novini-ta-media>
21. Ukraine's default risks become critical (2017). Retrieved from https://uifuture.org/uk/post/ekonomika-ukrainy-riski-defolta-ukrainy-stanovatsa-kriticeskimi_448
22. Kilponen, J., Laakkonen, H. & Vilmunen, J. (2015). Sovereign risk, European crisis-resolution policies, and bond spreads, *International Journal of Central Banking*, (11), 285-323. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ijc:ijcjou:y:2015:q:2:a:8>.