

Н. М. Тимошенко,  
аспірант, Київський національний торговельно-економічний університет  
ORCID ID: 0000-0002-2677-9783

DOI: 10.32702/2306-6814.2019.13.45

# СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ДЕФІЦИТОМ БЮДЖЕТУ

N. Timoshenko,  
postgraduate student, Kyiv National University of Trade and Economics

STRATEGIC DIRECTIONS OF DEVELOPMENT OF THE MARKET OF GOVERNMENT  
SECURITIES IN THE SYSTEM OF BUDGET DEFICIT MANAGEMENT

*У статті визначено основні перспективні напрями розвитку ринку державних цінних паперів України з урахуванням офіційної середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018–2020 роки. Основне завдання ринку державних цінних паперів у системі управління дефіцитом бюджету – це досягнення оптимального розміру від’ємного сальдо бюджету. Стратегічними завданнями визначено: зменшення частки державного боргу в іноземній валюті, збільшення середнього строку до погашення боргових зобов’язань держави, обізнаність потенційних інвесторів про можливості вкладень у боргові зобов’язання держави. Усі стратегічні завдання мають бути досягненні завдяки оперативним цілям: удосконалення інфраструктури ринку цінних паперів, розвиток ринку деривативів, результативний випуск та розміщення боргових інструментів держави, розробка маркетингової стратегії на ринку та підняття іміджу державних цінних паперів.*

*In the post-crisis conditions of the economy, the budget deficit is an integral attribute of any state, which is caused by the necessity to perform the functions assigned to it. In emerging economies, the lack of financial resources is one of the main. Therefore, the budget deficit is a common occurrence, which requires the use of adequate management tools to attract the necessary financial resources under optimal conditions. An important direction in the management of public finances is the availability of effective mechanisms for attracting financial resources to the state budget. In the context of the approved Strategy for the Reform of the Public Finances Management System for 2017–2020 and the State Debt Management Strategy 2018–2020, effective public finance management was regulated. One of the main tasks set by the state in the medium term is to achieve acceptable indicators of public debt relative to GDP. The article outlines the main perspective directions of the development of the market of government securities of Ukraine taking into account the official medium-term strategy of managing the state debt for 2018–2020 years. The main task*

*of the government securities market in the budget deficit management system is to achieve the optimal size of the negative budget balance. Strategic tasks are defined: reduction of the share of public debt in foreign currency, increase of the average term to repayment of debt obligations of the state, awareness of potential investors about the possibility of investing in debt obligations of the state. All strategic tasks must be achieved through operational goals: improving the securities market infrastructure, developing the derivatives market, producing and distributing debt instruments of the state, developing a marketing strategy in the market and raising the image of government securities.*

*Ключові слова: ринок державних цінних паперів, державні цінні папери, дефіцит бюджету, управління дефіцитом бюджету, державний бюджет.*

*Key words: government securities market, government securities, budget deficit, budget deficit management, and state budget.*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Функціонування держави та стратегічні напрями її розвитку зумовлюють посилення уваги на ефективному функціонуванні ринку державних цінних паперів в Україні. На сучасному етапі економічних перетворень важливим є визначення пріоритетів, на реалізації яких слід зосередити основну увагу при середньостроковому бюджетному плануванні, що залежить від ресурсних можливостей бюджету та ефективності бюджетних витрат.

Відповідно до Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018—2020 роки основною метою України в сфері управління державними борговими зобов'язаннями стане залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків [6; 7]. Відповідно до Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017—2020 роки метою управління державним боргом є мінімізація вартості державних запозичень та ризиків у частині фінансування дефіциту Державного бюджету та забезпечення боргової стійкості.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання функціонування ринку державних цінних паперів та ефективності його функціонування в системі управління дефіцитом бюджету посідає належне місце в працях таких науковців: Камінського А.Б., Могилко Л., Карпова Р. В., Шелудько Н.М., Пасічного М.Д.

Серед зарубіжних дослідників варто виділити А. Сміта, Дж. Б'юкенена, М. Боголепова, С. Вітте, Дж. Кейнса, А. Лаффера, В. Мау, П. Кругмана, П. Самуельсона, Е. Хансена, Дж. Хікса.

## ФОРМУВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Метою статті є обґрунтування стратегічних цілей в сфері управління дефіцитом бюджету через ринок дер-

жавних цінних паперів: зменшення частки державного боргу у іноземній валюті, збільшення середнього строку до погашення боргових зобов'язань держави, налагодження системи управління дефіцитом бюджету.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Звичайно, що усі стратегічні цілі досягаються за рахунок оперативних цілей та завдань, які слід виконати для досягнення поставленої мети.

Перша стратегічна ціль, що має вирішити питання залежності держави від валютних ризиків — зменшення частки державного боргу в іноземній валюті. Оперативним завданням має стати результативний випуск та розміщення різних видів боргових інструментів на ринку. Опираючись на розроблену систему управління дефіцитом бюджету, що ґрунтується на плануванні, моніторингу та оцінці державних фінансів ми дійшли висновку про важливість державних запозичень як основного джерела покриття дефіциту бюджету. Враховуючи особливості ціноутворення, конкуренції, формування попиту та пропозиції на ринку державних цінних паперів, вважаємо, що саме цей механізм мобілізації фінансових ресурсів може мінімізувати витрати на їх залучення для покриття дефіциту державного бюджету.

За останні десятиліття в Україні інструментарій на державному борговому ринку розширився. Зокрема це ПДВ-облігації, облігації внутрішньої державної позики в іноземній валюті, індексовані облігації, казначейські векселі, що номіновані в гривнях та доларах США, військові векселі. Попри досить великий список фінансових інструментів, майже усі випуски "нестандартних" боргових інструментів не мали великого успіху.

Проаналізувавши наявний інструментарій ринку державних цінних паперів, слід відмітити досить ефективне розширення боргових інструментів, що орієнтовані на різні категорії інвесторів. Але все ж таки існу-

ють, на нашу думку, невіршені питання. Придбати державні облігації фізичні особи самостійно не можуть, тобто потрібно шукати посередника на ринку. Ним може виступити банк, інвестиційний фонд, недержавний пенсійний фонд, дилер або брокер.

Крім того, мінімальні суми купівлі ОВДП через посередника орієнтована на заможного клієнта. Ця ситуація не повинна розглядатися як негативна, слід розуміти, що цей інструмент орієнтований на інституційного інвестора або заможного вкладника.

Природним є те, що залучення коштів середнього прошарку населення до бюджету здійснюється за допомогою казначейських векселів. Нині в Україні частка зобов'язань виражена казначейськими векселями в загальній сумі становить 0,01%. Опираючись на зарубіжний досвід, маємо сказати, що цей інструмент має потенціал та приховані можливості, справа лише в доступності. Чим дрібніший вкладник, тим зрозумілішим та доступнішим має стати процедура купівлі інструменту. Останні випуски подібних інструментів здійснювалися Міністерством фінансів у 2014 році — це випуск військових векселів для залучення коштів на потреби обороноздатності країни. Продаж здійснювався через державний банк Ощадбанк. Номінал векселя 1000 грн під 7% річних. На основі патріотичного піднесення векселі населенням викуповувалися, але є питання до процедури обслуговування. У зв'язку з тим, що векселі — це документарні цінні папери, то для погашення позики покупець мав самостійно пред'явити купон до відділення Ощадбанку. Усі ті купони, що не були пред'явлені до 31 грудня 2017 року — вважаються погашеними. Слід звернути увагу на те, що на сьогодні банківська сфера керується принципом "все для клієнта", тобто для кожного вкладника існує досить потужне сервісне обслуговування, для того щоб у нього не виникало зайвих турбот щодо вкладення та повернення коштів. У зв'язку з тим, що залучення коштів через казначейські векселі є прототипом дрібних депозитів їх сервісне обслуговування має здійснюватися на основі онлайн-банкінгу та SMS-інформуванням. Тоді потенційними клієнтами такі вкладення будуть розцінюватися, як один із видів депозитної програми.

Слід зауважити, що на основі аналізу діяльності інституційних інвесторів, ми можемо зробити висновки про наявний потенціал додаткових джерел залучення коштів для покриття дефіциту бюджету. Згідно норм законодавства недержавні пенсійні фонди України мають право вкладати свої активи розміром до 50% у цінні папери, що випущені державою. Опираючись на статистичні дані, маємо зробити висновок, що НПФ України досить потужно використовують ці інструменти для розміщення своїх активів. Нині в Україні функціонує 57 недержавних пенсійних фонди, що є третім рівнем пенсійної системи України. Та все ж таки населення нашої держави традиційно вибирає обов'язкове пенсійне страхування, що реалізовується Пенсійним фондом України. Другий рівень мав бути впроваджено з 1 січня 2019 року, але це рішення було відтерміновано. Тому для працюючого населення є прийнятним лише один вид пенсійного страхування. Введення в дію обов'язкового другого рівня дозволило б розширити розуміння людей про переваги накопичувального пенсійного страхування та

стало б поштовхом для використання добровільного недержавного пенсійного страхування.

Якщо говорити про кількість НПФ, то зважаючи на зарубіжний досвід, для успішного здійснення пенсійного страхування на території країни може бути достатньо від 5 до 20 фондів. У Польщі, наприклад, працює лише 16 фондів, в Угорщині — 21, у Чилі 80% усіх учасників зосереджено в п'ятих недержавних пенсійних фондах [1, с. 150]. Тому слід зауважити, що справа не в кількості цих установ, а в довірі населення до добровільної системи пенсійного накопичення.

За останні роки відбувся свого роду прорив у вкладках фізичних осіб в ОВДП. Це мало б свідчити про збільшення довіри населення до держави, але, на нашу думку, аргументом у цій ситуації виступають нижчі відсотки за депозитами як гривневими, так і в іноземній валюті, а також відсутність оподаткування за доходами, крім 1,5% військового збору.

Державні боргові зобов'язання вважаються без ризиковими та гарантуються державою. Якщо ж говорити про дрібного інвестора в особі населення, то за меншальними та історичними особливостями держава сприймається як збирач коштів, що не повертається. Тому слід вивести на ринок ще одного учасника — це прототип Фонду гарантування вкладів фізичних осіб у банківській системі України, так званий хеджфонд по вкладках у боргові зобов'язання держави. Звичайно, згідно з законодавством України держава гарантовано повертає свої борги і покладати на цю установу повернення боргів у разі несплати також неможна, лише у разі дефолту. Але по своїй сутності хеджфонд створюється з метою управління ризиками, використовуючи різні стратегічні методи. Це свого роду є інвестиційний фонд чи інститут спільного інвестування. Саме так і потрібно його позиціонувати, але управління відбуватиметься на рівні державних цінних паперів. Тобто пропонуємо таким хеджфондом укомплектувати інфраструктуру ринку державних цінних паперів України.

Страхування ризиків — саме дотримуючись цього фактору ми пропонуємо функціонування хеджфонду по вкладках у державні цінні папери, який буде займатися управління ризиками та орієнтований як на дрібного, так і на великого інвестора. Крім управління ризиками, цей фонд може виконувати такі функції:

- нагляд за функціонуванням ринку;
- оцінка ризиків;
- покриття збитків;
- професійна діяльність на фондовій біржі.

Капітал фонду сформується зі стартового внеску Міністерства фінансів та доповнюватиметься внесками професійних учасників із операцій з державними цінними паперами. Крім того, фонд зможе вести інвестиційну діяльність на ринку, що також наповнить його бюджету. Таким чином, наявність такого органу допоможе підняти довіру до вкладень у боргові інструменти держави.

Виходячи з аналізу позабіржового ринку можна слід зауважити, що він перебуває під частковим контролем національного депозитарію НБУ. Для постійного контролю за правочинами на позабіржовому ринку варто б було скористуватися досвідом США. Для контролю за функціонуванням позабіржового ринку У 1938 році Кон-

гресом США був прийнятий документ, що отримав назву "Акт Мелоні" (Maloney Act). Цей акт зобов'язав всіх брокерів, які не є членами будь-якої біржі (яких значно більше, ніж брокерів-членів бірж), приєднатися до SRO, яка буде відповідальна за регулювання позабіржового ринку. Наступного року така SRO (Self-Regulatory Organization) була сформована. Вона була названа National Association of Securities Dealers, або скорочено NASD — Національна асоціація дилерів цінних паперів.

NASD була зобов'язана:

- приймати правила та процедури з метою запобігання шахрайських і маніпулятивних дій;
- робити все можливе для попередження порушень її членами законодавства про цінні папери, норм або правил самої NASD;
- підтримувати чесні та однакові для всіх принципи торгівлі;
- захищати інтереси інвесторів та публіки.

У 1968 році з ініціативи Конгресу США комісія з цінних паперів і бірж провела спеціальне дослідження з приводу "незадовільного стану позабіржового ринку цінних паперів". Справа в тому, що фінансова звітність по компаніях найчастіше відсутня або публікувалася нерегулярно, а сам позабіржовий ринок, незважаючи на досить високі прибутки, мав низьку ліквідність. За результатами розслідування, проведеного комісією, Національній асоціації торговців цінними паперами (NASD) була доручена систематизація та автоматизація всього роздрібного ринку цінних паперів. Саме наприкінці 60-тих років почався активний розвиток комп'ютерних технологій, які дозволили вирішити це завдання. У результаті була створена позабіржова електронна система торгівлі цінними паперами NASD Automated Quotations (NASDAQ). Спочатку NASDAQ був лише інформаційною базою, "дошку оголошень", в якій трансливалися усереднені, а потім найкращі котирування дилерів позабіржового ринку [2]. Створивши в Україні подібного учасника ринку, можна взяти під контроль позабіржовий фондовий ринок, та ринок державних цінних паперів зокрема. Намагання національного депозитарію контролювати розрахунки за позабіржовими контрактами є позитивним зрушенням, та варто б подумати про окремий відділ чи структуру, що буде не лише контролювати, а й коригувати діяльність учасників позабіржового ринку.

Не менш важливою стратегічною ціллю є збільшення середнього строку до погашення боргових зобов'язань держави. В цей період у власності інвесторів переважають боргові інструменти коротко — та середньострокові. Зокрема у 2018 році частка залучених коштів до бюджету через ОВДП до 1 року становить 92,7%. Така структура боргових коштів дає можливість закрити бюджетні дірки, але ніяк не розвивати економіку та реалізовувати інвестиційні програми. Підвищення кредитних рейтингів зменшить спекулятивні настрої інвесторів, а забезпечить нарощення вкладів на довгостроковий період. Індикатори фінансової безпеки у розрізі саме боргових інструментів перебувають на критичному рівні та знижують кредитні рейтинги України. Сутність державних боргових інструментів не передбачає хеджування ризиків похідними інструментами. Але

світова практика свідчить, що віднедавна інвестори шукають способи застрахувати свої вклади від можливих дефолтів держави. За умовами волатильності обмінного курсу в Україні та низьких кредитних рейтингів для вкладників є важливим можливістю управляти ризиками. Таку змогу на світовому фінансовому ринку надають деривативи.

Ринок деривативів — найдинамічніший сектор ринку цінних паперів. Деривативи призначені для хеджування, й саме можливістю управління ризиками з допомогою опціонів і ф'ючерсів пояснюється швидке зростання їх популярності. Завдяки цим похідним фінансовим інструментам розширюються можливості оптимізації ризиків та поліпшуються умови розміщення коштів через надання інвесторам і емітентам широкого спектра таких способів управління ризиками й фінансами, яких раніше взагалі не було; знижуються витрати на формування портфелів із потрібними характеристиками, підвищуються ліквідність і цінова ефективність ринків [3, с. 135]

За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні ринок деривативів є занадто молодим. Обсяг похідних інструментів на кінець 2017 року становить 249 шт. Щодо державних цінних паперів, то жоден із випусків деривативів не стосується цих інструментів. Зважаючи на можливості страхування та оптимізації ризиків варто розвивати саме цей ринок з метою укріплення показників фінансової безпеки України. Згідно з законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" державними деривативами визначаються цінні папери що розміщуються державою на міжнародному фінансовому ринку. Тобто боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародному фондовому ринку хеджуються державними деривативами. Щодо внутрішнього ринку — такий інструмент не регламентується законодавством. Хоча розвиток ринку похідних цінних паперів мав би бути логічним наслідком введення плаваючих валютних курсів, що призводить до мінливості процентних ставок, курсів цінних паперів та інших фінансових інструментів. Тому це питання потребує подальшого дослідження та розвитку.

Крім інструментів, що за своєю сутністю передбачають довгостроковість, варто зосередитись на програмах, що реалізовуватимуться за допомогою залучення боргових цінних паперів держави. Зокрема можна вирішити нагальні питання з системою пенсійного накопичення та розробити спільні програми роботодавців зі страховими компаніями або недержавними пенсійними фондами. Ця робота має базуватися на обов'язковості розміщення 50% залучених коштів у цінних паперах, що випускаються державою. Розвиток такого виду корпоративного пенсійного страхування має вплинути й на ефективне функціонування пенсійної системи держави.

Ще одна довгострокова боргова програма, яка може зацікавити внутрішнього дрібного інвестора — це освітня програма. Для її реалізації має бути впроваджена співпраця між Міністерством освіти та Кабінетом Міністрів України. Суть програми полягає у тому, що покупці розміщують кошти в державні боргові цінні папери, що конвертуються через певний період в оплату за навчання конкретної особи в відповідному навчаль-

Таблиця 1. Порівняльні значення кредитних рейтингів різних агентств

	S&P	Fitch	Moody's
Мінімум ризику, виключно висока надійність вкладень	AAA	AAA	Aaa
Дуже гарна здатність виконувати зобов'язання	AA	AA	Aa
Досить висока надійність, проте країна більш вразлива до зовнішнього негативу	A	A	A
Досить висока надійність, проте чутливість до несприятливого впливу світової економіки ще вища	BBB	BBB	Baa
Стан економіки непоганий, проте будь-які зміни можуть зіграти злий жарт	BB	BB	Ba
Поки що країна може виконувати свої зобов'язання, проте існує досить велика загроза погіршення ситуації	B	B	B
Високі кредитні ризики, проте якщо все буде добре, то економіка зможе впоратися з боргами	CCC	CCC	Caа
Дуже висока схильність до кредитних ризиків	CC	CC	Ca
Платежі за кредитами проводяться, проте порушено процедуру банкрутства	C	C	C
Дефолт за фінансовими зобов'язаннями	D	D	

Джерело: [5].

ному закладі. Для накопичення відповідної суми на оплату навчання потрібен довгий термін, що забезпечить збільшення середнього строку погашення боргових зобов'язань.

Третя стратегічна ціль стосується того, що державні цінні папери потрібно розглядати як продукт, для продажу якого необхідна потужна рекламна компанія. Маркетингова стратегія на ринку державних цінних паперів має складатися з середньострокових кроків у галузі реклами та популяризації запропонованих продуктів. Одним із кроків для досягнення мети є внесення тактичних кроків маркетингової стратегії до Середньострокової стратегії управління державним боргом. У відповідному документі на 2018—2020 роки розглянуто цілі, які мають бути досягненні за вказа-

ний період, зокрема збільшення частки державного боргу в національній валюті, позиціонує цей крок, як популяризація облігацій у національній валюті серед іноземних інвесторів. Орієнтуючись на цю категорію вкладників, деякі кроки вже зроблено: це оприлюднення на сайті МФУ інформації для інвесторів та планується відкриття міжнародного депозитарію в НБУ.

Дохідність, кредитні рейтинги та імідж позичальника — це свого роду породжуючі один одного фактори, що впливають на рішення інвестора. Кредитні рейтинги України складають три рейтингові агентства: "Rating and Investment Information, Inc." (R&I), Fith Ratings, Standard & Poor's. Офіційні дані про рейтинги подано на сайті Міністерства фінансів України.

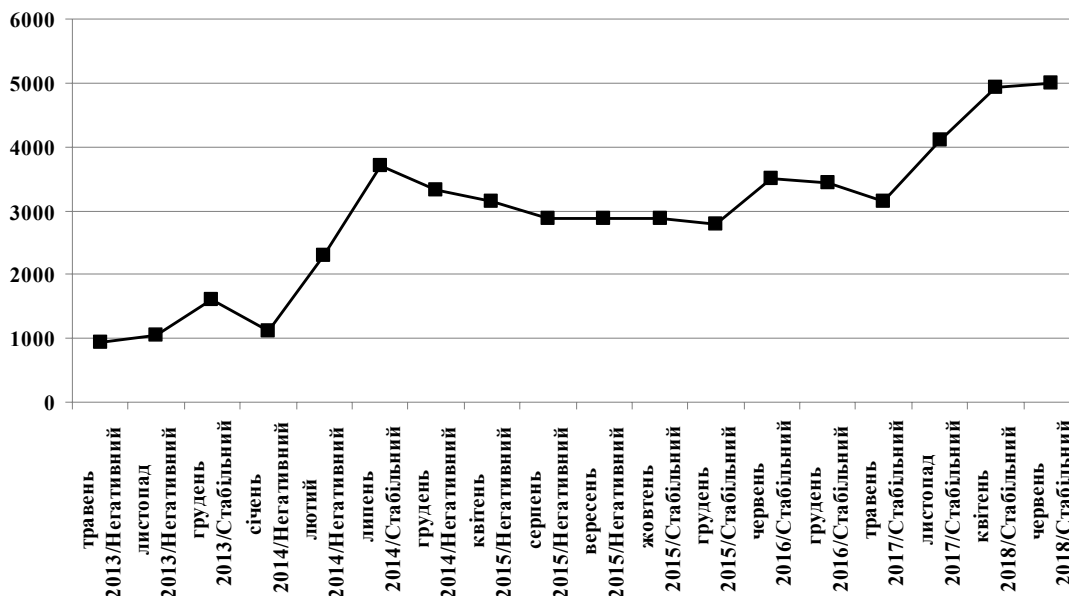


Рис. 1. Показники індексу українських облігацій та динаміка прогнозів кредитних рейтингів боргових зобов'язань України 2013—2015 роки

Джерело: [4].

Згідно з цією інформацією станом на 27 квітня 2018 року рейтинг розцінюється трьома рейтинговими агентствами, як спекулятивний, що визначає мінімальну спроможність проводити своєчасні платежі за фінансовими зобов'язаннями, високі ризики при негативних змінах фінансової та економічної кон'юнктури в короткостроковій перспективі [4]. Кредитні рейтинги формують імідж позичальника, який серйозно впливає на інвесторів, які розглядають не лише дохідність по операції, а й інші переваги вкладення коштів. Усі кризові стани в економіці негативно позначилися на репутації держави, як позичальника, але цей стан слід розцінювати як тест на стресостійкість та визначити основні напрями роботи щодо відновлення довіри потенційних інвесторів до державних позикових інструментів.

На тлі позитивних зрушень покращуються кредитні рейтинги України (боргових зобов'язань). Найбільші світові рейтингові агентства Standard and Poor's Corporation ("S&P"), Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") та Fitch Ratings Ltd. ("Fitch"). Змінюють свої прогнози щодо рейтингу країни за національною шкалою з негативного на стабільний.

Відповідно до методології надання кредитного рейтингу найнадійнішим країнам з погляду платоспроможності присвоюється рейтинг "AAA" ("Aaa"), а найгіршу фінансову ситуацію (дефолт) відображає рейтинг "D" (табл. 1). Також до рейтингів можуть додаватися знаки "+/-" або цифрова модифікація (1, 2, 3) для демонстрації відносного положення всередині основної категорії і прогноз (позитивний/негативний) щодо підвищення або відповідно зниження рейтингу у короткостроковому періоді.

Розглядаючи динаміку індексу українських облігацій та кредитний рейтинг боргових зобов'язань України, слід відмітити пряму залежність довіри міжнародної спільноти до зобов'язань держави та індексу UB. (рис. 1) Якщо для прогнозування розвитку ринку період нестабільного функціонування є не показовим, то зміна кредитних рейтингів реагує саме на нестабільність показників боргових зобов'язань країни.

Бачимо, що в період 2013—2015 років, які є найбільш нестабільними для ринку державних цінних паперів. Зокрема, згідно з даними рисунку усі підняття показників індексу супроводжується позитивними прогнозами рейтингового агентства "Standard and Poor's" (S&P), тобто якщо піднімається попит на державні боргові зобов'язання та довіра інвесторів, то й прогнозні рейтинги та імідж держави змінюється в позитивну сторону.

### ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Таким чином, функціонування ринку державних цінних паперів України в системі управління дефіцитом бюджету має достатній потенціал для того, щоб стати потужним механізмом мобілізації фінансових ресурсів для мінімізації витрат на покриття дефіциту державного бюджету.

До пріоритетних напрямів розвитку ринку, які посилять його позицію у системі залучення тимчасово вільних коштів мають стати: позитивні кредитні рейтин-

ги державних цінних паперів, удосконалена система страхування вкладників, потужна маркетингова стратегія, якісне та кількісне нарощення інструментарію.

#### Література:

1. Теслюк С.А. Порівняльна характеристика суб'єктів недержавного пенсійного забезпечення в Україні. Науковий вісник Ужгородського національного університету. 2016. № 9. С. 149—152.
2. Загальнодоступна вільна багатомовна онлайн-енциклопедія "Wikipedia". URL: <https://uk.wikipedia.org> (дата звернення: 15.02.2018).
3. Лаврик О.Л. Інструменти фінансового ринку в умовах глобалізації Економічний аналіз. 2017 р. Том 27. № 4. С.133—138.
4. Кредитний рейтинг України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/kredytnyi-reitynh> (дата звернення: 15.02.2018).
5. Ярош К.М. Міжнародна кредитна позиція України Ефективна економіка. 2014 р. №2. URL:<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2766> (дата звернення 16.06.2019).
6. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018-2020 роки: Постанова КМУ від 22.08.2018 р. №883. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/883-2018-%D0%BF> (дата звернення: 22.10.2018).
7. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017-2020 роки: Розпорядження КМУ від 08.02.2017 №142-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80> (дата звернення: 22.10.2018).

#### References:

1. Tesliuk, S. A. (2016), "Comparative characteristics of subjects of non-state pension provision in Ukraine", *Naukovyj visnyk Uzhhorods'koho natsional'noho universytetu*, vol. 9, pp. 149—152.
  2. A public, free multilingual online Wikipedia (2019), available at: <https://uk.wikipedia.org> (Accessed 15 June 2019).
  3. Lavryk, O.L. (2017), "Instruments of the financial market in the conditions of globalization", *Ekonomichnyj analiz*, vol. 4, pp.133—138.
  4. Ministry of Finance of Ukraine (2019), "Ukraine's credit rating", available at: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/kredytnyi-reitynh> (Accessed 15 June 2019).
  5. Yarosh, K.M. (2014), "International credit position of Ukraine", *Efektivna ekonomika*, [Online], vol. 2, available at: <http://vzv.etsonomy.nayka.tsom.ua/?op=1&z=2766> (Accessed 16 June 2019).
  6. Cabinet of Ministers of Ukraine (2018), Resolution "On Approval of the Medium-Term Strategy for State Debt Management for 2018—2020", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/883-2018-%D0%BF> (Accessed 22 June 2019).
  7. Cabinet of Ministers of Ukraine (2018), Resolution "On Approving the Strategy for Reforming the Public Finance Management System for 2017-2020", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80> (Accessed 22 June 2019).
- Стаття надійшла до редакції 24.06.2019 р.*