

УДК 336.77.067

Наталія ШПИГОЦЬКА

ЕФЕКТ ВИТІСНЕННЯ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА МАСШТАБИ КРЕДИТУВАННЯ ЕКОНОМІКИ БАНКІВСЬКОЮ СИСТЕМОЮ УКРАЇНИ

Розкрито проблему вияву ефекту витіснення в національній економіці. Виявлено масштаби реалізації ефекту витіснення через аналіз динаміки портфеля ОВДП у банківській системі України. Проаналізовано динаміку портфеля ОВДП та структуру активів банківської системи України. Доведено, що на сьогодні ефект витіснення має обмежений вплив на обсяги кредитування національної економіки через низьку частку ОВДП у портфелі комерційних банків в Україні.

Ключові слова: державний борг, ефект витіснення, ОВДП, банківська система України, НБУ, кредитування

Наталія ШПИГОЦКАЯ

Эффект вытеснения и его влияние на масштабы кредитования экономики банковской системой Украины

Раскрыто проблему проявления эффекта вытеснения в национальной экономике. Виявлено масштабы реализации эффекта вытеснения путем анализа динамики портфеля ОВГЗ в банковской системе Украины. Проанализировано динамику портфеля ОВГЗ и структуру активов банковской системы Украины. Доказано, что на сегодня эффект вытеснения имеет ограниченное влияние на объемы кредитования национальной экономики из-за относительно низкой доли ОВГЗ в портфеле коммерческих банков в Украине.

Ключевые слова: государственный долг, эффект вытеснения, ОВГЗ, банковская система Украины, НБУ, кредитование

Natalia SHPYHOTSKA

The effect of displacement and its impact on the scale of lending to the economy by the banking system Ukraine

Introduction. Recent growth in sovereign debt observed in Ukraine, that was accumulated, inter alia, via placement of domestic government bonds, creates a material concern for national economy. With additional debt results in higher debt servicing costs for the state budget, crowding out effect from placement of domestic bonds implies another concern for stimulating long-term economic growth in Ukraine.

Purpose. To discover current magnitude of crowding out effect in Ukraine by studying local banks' government bonds portfolio dynamics.

Results. *The government bonds portfolio dynamics in Ukraine, as well as banks' assets structure were studied in order to determine, whether investments in state debt instruments constitutes a material portion of assets in banking system in Ukraine. With sovereign bonds account for a material portion of state banks' assets, material volumes of banks' assets invested in such bond are considered as being withdrawn from bank's lending activity and thus limit lending volumes available for private enterprises in Ukraine. The historical dynamics of placement of local sovereign bonds in Ukraine was analyzed. Official statistics imply that as of early 2014 local bond accounted for about 50% of total sovereign debt in Ukraine, while about 70% of such local bonds were held by National Bank of Ukraine, 21% more – by Ukrainian commercial banks, and only 9% were held outside of Ukrainian banking system. Still, even though commercial banks held over 20% of sovereign local bonds, total bonds' stock accounted for only 10% of total assets in banking system of Ukraine. Moreover, almost 60% of sovereign bond held by Ukrainian commercial banks were held by three state-owned banks, constituting a 35% share of their combined assets value. Net of aforementioned three state-owned banks, local sovereign bonds accounted for only 6% of total assets value of Ukrainian corporate banks.*

Conclusion. *The study proves only limited magnitude of crowding out effect in national economy thus far due to low share of domestic government bonds in total bank's assets volume. That said, we see no material negative implications for banks' lending volumes from investing in sovereign debt instruments in Ukraine and thus preventing corporate lending in Ukraine.*

Key words: *crowding out effect; sovereign debt; state banks; commercial banks; corporate lending.*

JEL Classification: G 21.

Постановка проблеми. В умовах дефіциту державного бюджету України та обмежених можливостей для здійснення зовнішніх запозичень на міжнародних ринках капіталу актуальною стає проблематика здійснення державою внутрішніх запозичень через розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та ефектів розміщення ОВДП на темпи розвитку національної економіки. І хоча розміщення ОВДП дозволяє досягти цілей поповнення фінансових ресурсів держави, застосування таких інструментів має свої ефекти для темпів економічного зростання в країні. Враховуючи, що очікувані позитивні ефекти від мобілізації державою фінансових ресурсів на внутрішньому ринку можуть бути частково або повністю знівельовани-

ми негативними ефектами для приватного сектору економіки, оцінка потенційних негативних ефектів витіснення інвестицій в національній економіці набуває все більшої актуальності в сучасних умовах.

Мета дослідження. В цьому контексті об'єктом дослідження є сутність ефекту витіснення як одного з наслідків здійснення державою внутрішніх запозичень на темпи економічного зростання в державі. В статті поставлено за мету дослідити механізм реалізації ефекту витіснення в Україні через обсяги банківського кредитування та можливі наслідки для економічного зростання в державі.

Аналіз останніх досліджень. Ефект витіснення в науковій літературі традиційно розглядається як зростання відсоткових

ставок і зумовлене ним скорочення обсягів інвестицій в економіку внаслідок зростання позичок уряду на грошовому ринку. Проведення стимулюючої фіскальної політики урядом у період кризи призводить до підвищення відсоткових ставок, а отже, до зниження інвестицій. Щоб подолати цю негативну тенденцію (зниження інвестицій), уряд збільшує державні витрати, виходячи на грошовий ринок, що зумовлює зростання попиту на гроші, а внаслідок цього – й відсоткових ставок, що робить кредитні ресурси недоступними для приватного сектору економіки [2].

Вищенаведене визначення ефекту витіснення ґрунтується на засадах кейнсіанської моделі макроекономічної рівноваги IS-LM, що зазнала певної критики серед представників сучасної західної економічної думки. Альтернативним підходом до пояснення механізму виникнення ефекту витіснення є “витіснення” приватних інвестицій через активне розміщення державних боргових цінних паперів, через те, що останні є менш ризиковими та забезпечують прийнятний рівень доходності, що стимулює переорієнтацію грошових потоків у фінансовій системі саме на користь інвестицій в інструменти державного боргу. Зменшення інвестицій у приватний сектор економіки в середньо- та довгостроковій перспективі призводить до гальмування темпів економічного зростання, оновлення основних фондів реального сектору економіки, скорочення кількості робочих місць та зайнятості в економіці.

На думку професора В. Козюка, активне розміщення боргових зобов'язань держави на фінансових ринках створює передумови для того, щоб кредитні ресурси переорієнтовувались на обслуговування потреб уряду. Підвищення норми процента на ринку призводить до витіснення приватних інвестицій, які є чутливими до зростання вартості позик. У результаті цього відбу-

вається реструктуризація сукупного попиту за рахунок збільшення такого компонента, як суспільні витрати, опосередковані здійсненням видаткової політики уряду. Отже, “ефект витіснення” таким чином детермінує зменшення у майбутньому капітальних активів суспільства, через що державний борг виявиться тягарем для майбутніх поколінь. Зміна структури споживання благ, яка є наслідком “ефекту витіснення”, відобразиться у загальному зниженні ефективності суспільного виробництва, що спричинено високою граничною схильністю до споживання урядових ресурсів, які спрямовуються у ті сфери, де приватна ініціатива могла б використати гроші продуктивніше [4].

Відповідно до тверджень Ф. Модільяні, в результаті експансії урядових запозичень частка державних цінних паперів в активах інвесторів збільшиться, а частка цінних паперів інститутів бізнесу знизиться, через що корпорації будуть позбавлені можливості розширювати інвестиції в капітал. Таким чином, боргове фінансування приросту видатків публічного сектору економіки призводить до зменшення суспільного капіталу [4].

Виклад основного матеріалу. У структурі державного боргу України облігації внутрішньої державної позики за станом на березень 2014 р. займали 50% від усього обсягу державного боргу України (рис. 1).

НБУ та комерційні банки є головними покупцями ОВДП в Україні. Так, за станом на листопад 2014 р. у власності Національного банку України знаходилося ОВДП на загальну суму близько 278 млрд. грн., або 70% від загального обсягу ОВДП, що знаходилися в обігу на відповідну дату. Ще близько 83 млрд. грн. ОВДП знаходилися у власності комерційних банків, або 21% від загально обсягу ОВДП в обігу. Таким чином, саме банківська система України упродовж останніх кількох років володіла в середньому 90% від загального обігу ОВДП в Україні (рис. 2).

Структура державного боргу України за видами запозичень (млрд. грн)

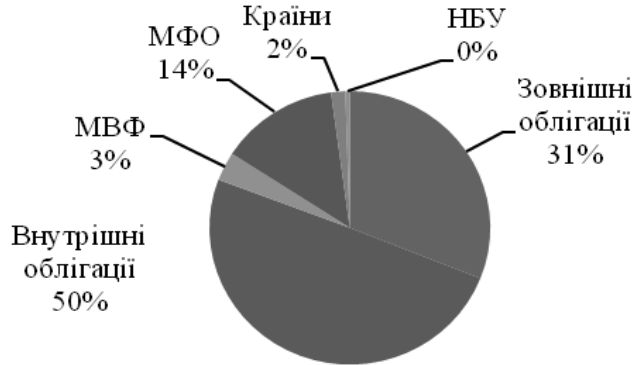


Рис. 1. Структура державного боргу України за видами запозичень за станом на березень 2014 року, (у %) [6]

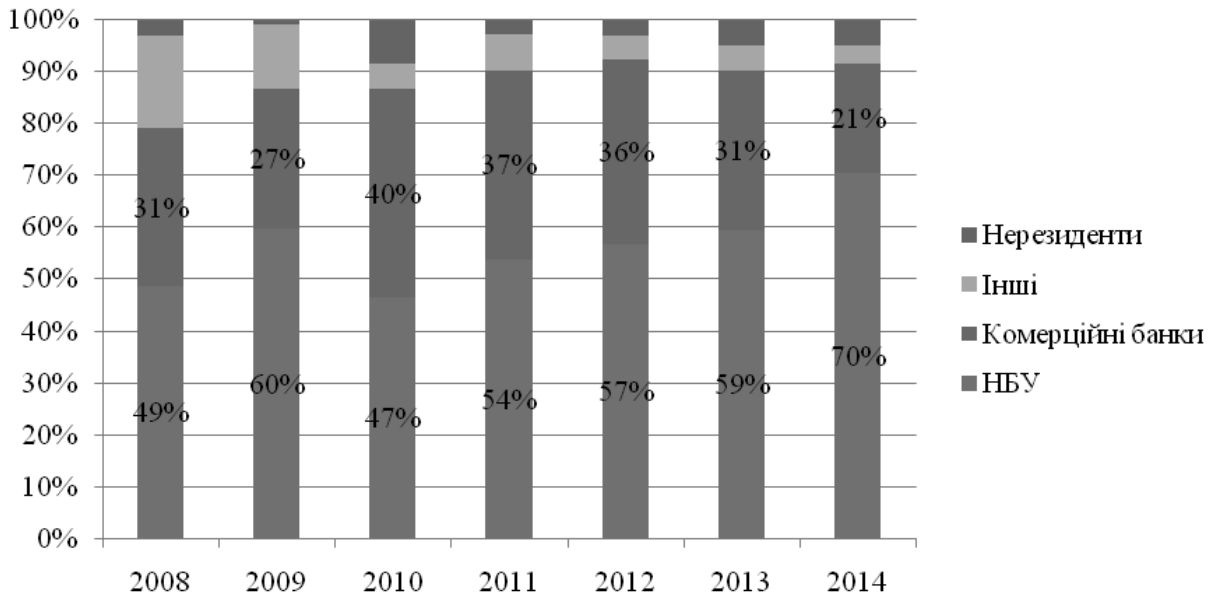


Рис. 2. Структура розміщення ОВДП, які знаходяться в обігу, (у %) [7]

Виходячи з факту, що саме банківська система України є провідною ланкою фінансової системи України та є головним кредитором приватного сектору в національній економіці, доцільним є аналіз форм вияву та наслідків ефекту витіснення саме через вплив розміщення ОВДП на їх частку в активах банківської системи України та потенційне скорочення обсягів банківського кредитування.

Так, незважаючи на те, що за станом на кінець 2013 р. комерційні банки України

мали у власності 31% від загального обігу ОВДП в Україні, що приблизно відповідає 15% від загального обсягу державного боргу України, інвестиції в цінні папери на відповідну дату становили лише 11% від загальних активів банківської системи (135 млрд. грн.). У структурі інвестицій в цінні папери в банківській системі України переважають цінні папери в портфелі на продаж (121 млрд. грн., або 90% від загального обсягу). Як і випливає з частки власності банківської системи України загально-

му портфелі ОВДП, саме інвестиції в цінні папери центральних органів державного управління домінують у вкладеннях комерційних банків, а саме: 74% від загального обсягу портфеля цінних паперів (рис. 3.).

Якщо ж розглянути структуру розподілу портфеля ОВДП у банківській системі України, то простежується чітка тенденція акумуляції значної частки цінних паперів в активах трьох найбільших державних банків – Ощадбанку, Укрексімбанку та Укргазбанку. Так, за станом на кінець 2013 р. в портфелях цих трьох банків сукупно знаходилось цінних паперів на 76,6 млрд. грн., або 57% від загального портфеля цінних паперів у банківській системі України. Апелюючи до

загальної статистики по банківській системі, можна припустити, що близько 74% від обсягу цього портфеля були представлені саме цінними паперами центральних органів державного управління, переважно ОВДП (табл. 1).

Таким чином, з 252 млрд. грн. ОВДП, які на початок 2014 р. знаходилися в обігу, 147 млрд. грн. було у власності НБУ, близько 57 млрд. грн. – у власності трьох найбільших державних банків і ще близько 24 млрд. грн. – у власності інших комерційних банків.

Тобто, розглядаючи структуру активів банківської системи України, за винятком наведених трьох найбільших державних

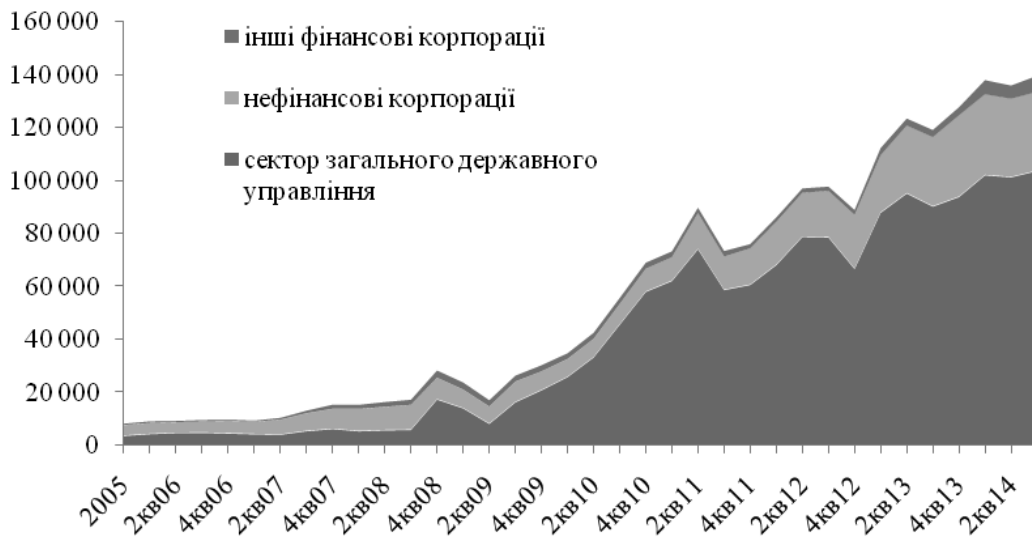


Рис. 3. Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій (крім Національного банку України) (млн. грн.) [6]

Таблиця 1

Цінні папери в портфелях державних банків 1-ї групи банківської системи України за станом на 01.01.2014 р.

Банк	Цінні папери в портфелі банку, млрд. грн.	Цінні папери в портфелі банку, % до активів	Цінні папери в портфелі банку, % до загального портфеля банківської системи України
Ощадбанк	35.4	34%	26%
Укрексімбанк	34.5	37%	26%
Укргазбанк	6.8	28%	5%
Разом	76.6	35%	57%

Примітка: Складено автором на основі [6].

банків, загальні інвестиції комерційних банків у портфелі цінних паперів на початок 2014 р. становили близько 58 млрд. грн., або лише 6% від загальних активів банків. Припустивши, що середня частка ОВДП у портфелі цінних паперів становить близько 74%, можна дійти висновку, що в середньому частка ОВДП у сукупних активах комерційних банків (за вирахуванням Ощадбанку, Укрексімбанку та Укргазбанку) не перевищує 4% від сукупних активів. Це свідчить про незначну участь приватних комерційних банків в Україні в інвестиціях в інструменти внутрішнього державного боргу.

Якщо розглядати роль державних банків у кредитуванні національної економіки з точки зору частки їх активів у сукупних активах банківської системи України та за-

гальному обсязі банківських кредитів нефінансовим корпораціям, то можна зазначити, що роль державних банків в Україні не є провідною при кредитуванні реального сектору економіки (табл. 2).

Так, за станом на 01.01.2014 р. державні банки видали близько 15% від загального обсягу корпоративних кредитів. Частка таких кредитів у структурі балансу державних банків становила 43% (порівняно із середнім значенням по банківській системі України близько 51%), що лише на 8 п. п. більше, ніж частка портфеля цінних паперів (табл. 3)

Аналізуючи активні операції державних банків, слід зазначити, що вони характеризуються більш помірною політикою щодо корпоративного кредитування, причому значення їх відсоткового доходу вказує на

Таблиця 2

Розрахунок мультиплікатора капіталу за групами банків, зваженого на обсяги кредитування нефінансових корпорацій (банки 1–3 груп, за вирахуванням проблемних банків, на 01.01.2014 р.)

Показник	Частка від сукупного власного капіталу БСУ, %	Частка від сукупних активів БСУ, %	Частка від сукупних кредитів не фінансовим корпораціям БСУ, %
Державні банки	24%	18%	15%
Приватні укр. банки	29%	42%	44%
Банки Росії та СНД	10%	11%	13%
Європ. та амер. банки	14%	13%	11%
Усього по банках	100%	100%	100%

Примітка: Складено автором на основі [6].

Таблиця 3

Частка кредитів нефінансовим корпораціям у сукупних активах груп банків та мультиплікатор капіталу (банки 1–3 груп, за вирахуванням проблемних банків, на 01.01.2014 р.)

Показник	Частка кредитів не фінансовим корпораціям у сукупних активах, %	Мультиплікатор капіталу, x
Державні банки	43%	4.94
Приватні укр. банки	54%	9.76
Банки Росії та СНД	61%	7.58
Європейські та американські банки	43%	6.22
Усього по БСУ	51%	6.64

Примітка: Складено автором на основі [6].

доволі демократичні ставки кредитування. На нашу думку, це є наслідком таких основних факторів, як:

- низька вартість залучення ресурсів, що визначається здатністю державних банків залучати кошти під низький відсоток через їх суверенний статус;
- низькою схильністю до ризику.

Для обґрунтування цих припущень ми проаналізували рівень ризику активів досліджуваних нами груп банків. Так, для визначення загального рівня ризику активів банків проаналізовано співвідношення показника активів банків, зважених на ризик, що застосовується для розрахунку нормативу адекватності капіталу банків Н2 до сукупних активів банківських установ. З огляду на те, що різним групам активів банків, відповідно до ступеня їх ризику, встановлюються відповідні коефіцієнти, зокрема для

найменш ризикових активів застосовуються найменші значення коефіцієнтів, а для найбільш ризикових – найбільші (від 0: для готівки до 100% для активів, заборгованість за якими прострочена на більш ніж 60 днів), то, відповідно, ступінь наближеності активів, зважених на ризик, до сукупних активів банків визначає загальний рівень ризику активів банків. Так, чим ближчим є значення активів, зважених на ризик до показників сукупних активів банків, тим вищим є загальний рівень ризику банку. Цей показник ми визначаємо як коефіцієнт ризику активів банку, що коливається від – 1 для абсолютно безризикових активів до 0 для активів з найвищим ступенем ризику (рис. 4).

Так, наведена матриця доводить гіпотезу про найнижчу схильність до ризику серед державних та європейських банків. Банки з приватним українським капіталом характе-

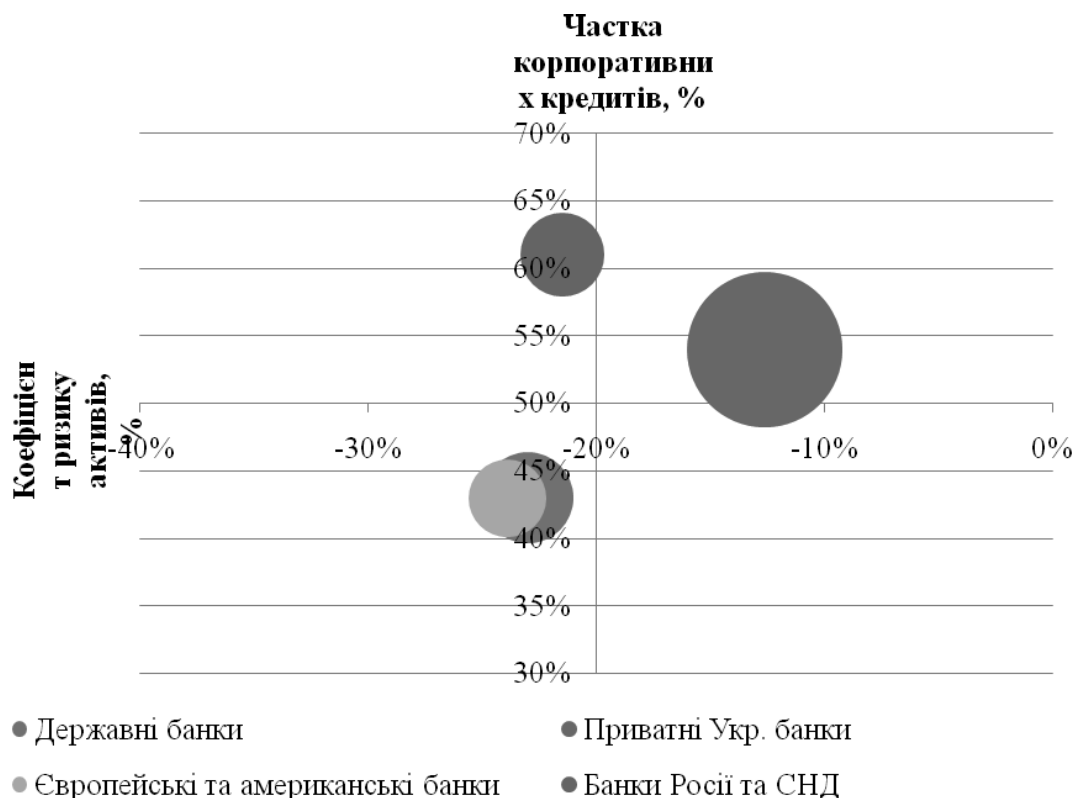


Рис. 4. Матриця групування категорій банків відповідно до їх участі у кредитуванні не фінансових корпорацій в Україні та коефіцієнта ризику активів за станом на 01.01.2014 р. (розмір кульки відображає частку категорії банків у сукупних корпоративних кредитах у банківській системі України) [6]

ризуються найвищим ступенем ризику активів. На нашу думку, це пояснюється саме їх провідною роллю у кредитуванні реального сектору економіки, що під впливом кризових явищ у національній та світовій економіках може спричиняти високу частку прострочених кредитів у загальній сумі кредитів.

Таким чином, провідну роль у кредитуванні реального сектору економіки України відіграють саме банки з приватним українським капіталом. Це виявляється не лише через абсолютні обсяги корпоративного кредитування, а й через обсяги наданих корпоративних кредитів на одиницю власного капіталу. За найвищої концентрації активів з найвищим рівнем ризику в структурі сукупних активів такі банки за станом на 01.01.2014 виконували вимоги НБУ щодо достатності та адекватності капіталу, що свідчить про найвищий рівень ефективності реалізації свого потенціалу такими банками щодо кредитування реального сектору економіки.

Повертаючись до того факту, що серед приватних комерційних банків у банківській системі України середня частка портфеля цінних паперів у сукупних активах становить лише 6% (порівняно з 35% для трьох найбільших державних банків), то частка саме ОВДП в активах приватних комерційних банків складає близько 4%. Таким чином, можемо зробити висновок про відсутність суттєвого впливу від здійснення урядом внутрішніх запозичень через розміщення ОВДП на обсяги кредитування реального сектору України, оскільки інвестиції приватних комерційних банків України в ОВДП відволікають лише незначну частку їх кредитних ресурсів від кредитування приватного сектору національної економіки.

Аналогічних висновків дійшов і президент Центру антикризових досліджень, Я. А. Жаліло, на думку якого, в Україні, за умови нерозвиненості фондового ринку не варто боятися негативного ефекту “витіснен-

ня”. Бюджет та реальний сектор економіки не є конкурентами за кредитні ресурси через низьку платоспроможність останнього. Стабільна наявність певної величини надлишкової ліквідності комерційних банків свідчить про принципову можливість одночасного розширення державних та корпоративних запозичень, тобто державні запозичення на внутрішньому ринку акумулюють вільні кошти, які за інших рівних умов не були б спрямовані на інвестиційні потреби [7].

Дійсно, якщо порівняти щоденну динаміку залишків коштів банків на кореспондентських рахунках у НБУ та інвестицій комерційних банків в ОВДП починаючи з 2010 р. і по жовтень 2014 р., можна простежити сезонність коливання інвестицій у державні цінні папери та залишків ліквідності банків залежно від фаз ділового циклу протягом року. Суттєвий приріст інвестицій в ОВДП протягом року не призводив до аналогічного скорочення вільних коштів банків (рис. 5).

Таким чином, на сьогодні динаміка платоспроможного попиту на банківське кредитування та рівень кредитного ризику банків є головними факторами, що визначають динаміку банківського кредитування реального сектору економіки (рис. 6).

Так, рівень портфельного кредитного ризику може впливати на результати діяльності комерційних банків і банківської системи країни загалом. У результаті існування кредитних ризиків в умовах кризових явищ в економіці, що на сьогодні спостерігаються в Україні, виникає прострочена заборгованість. За станом на 01.09.2014 р. частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів становила 11,2%, що відповідає рівню кінця 2010 р., який характеризувався акумуляцією банківською системою України проблемних кредитів після фінансової кризи 2008–2009 рр. Тобто упродовж останніх років відбувається по-

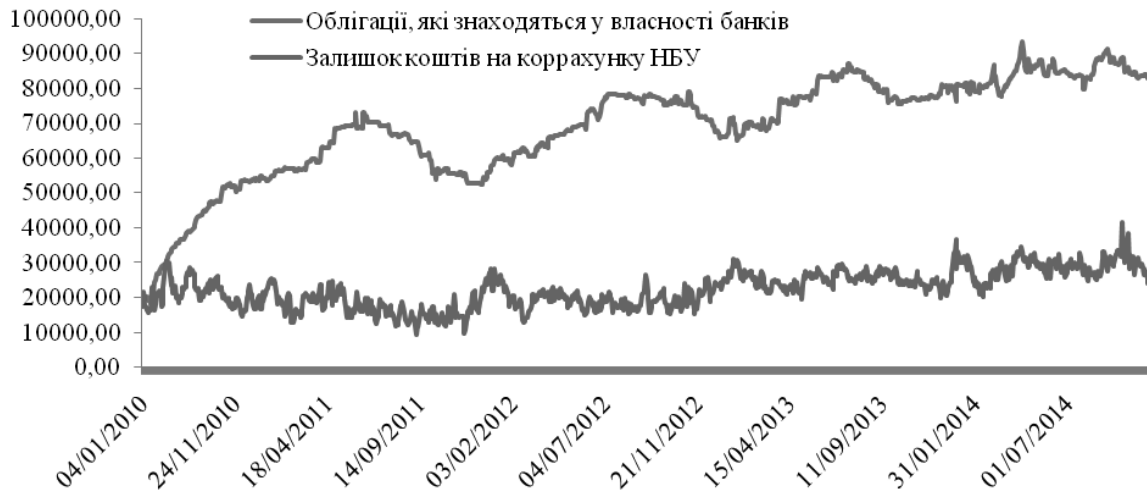


Рис. 5. Щоденна динаміка інвестицій комерційних банків в ОВДП та залишків коштів банків на кореспондентських рахунках в НБУ за 2010–2014 рр. [6]

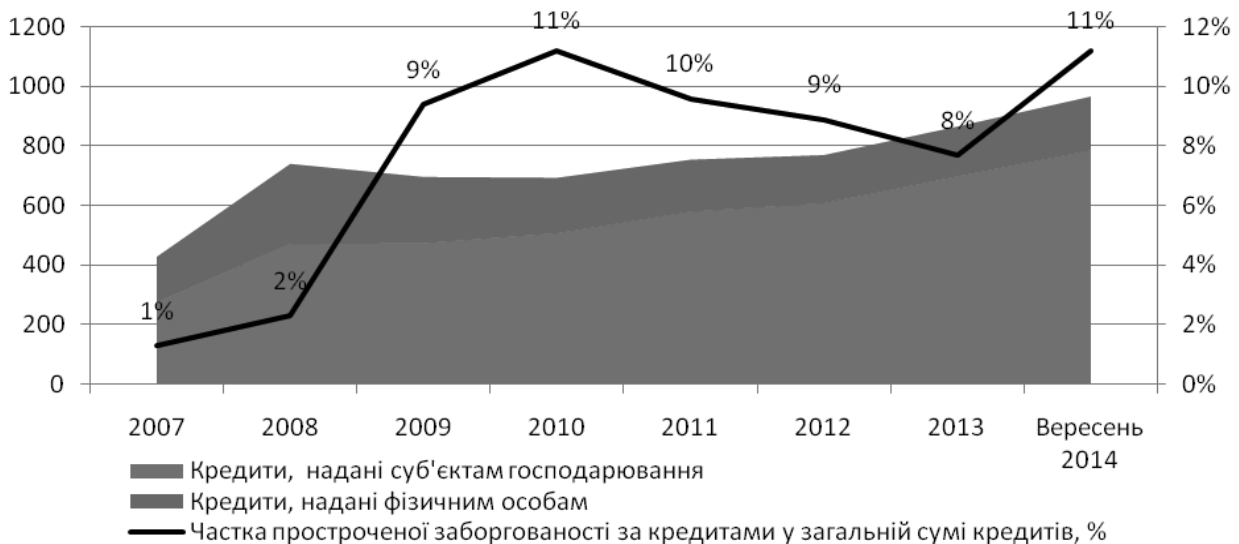


Рис. 6. Динаміка та якість кредитного портфеля банківської системи України у 2009–2014 рр., млрд. грн. [6]

дальше погіршення якості кредитних портфелів банків, оскільки не всі з них змогли впоратися з наслідками девальвації гривні і постійним зниженням економічної активності. Акумуляція простроченої заборгованості банками призводить до підвищення рівня ризику активів банків та може спричинити порушення ними нормативів адекватності капіталу, що стримує банківську систему України від подальшого кредитування нефінансових корпорацій.

Висновки. Таким чином, в рамках цього дослідження було визначено сутність “ефекту витіснення” як зростання відсоткових ставок і зумовлене ним скорочення обсягів інвестицій в економіку внаслідок зростання позичок уряду на внутрішньому ринку та відволікання кредитного ресурсу національної фінансової системи від фінансування інвестицій у реальний сектор економіки. Проте механізм реалізації ефекту витіснення з більшою вірогідністю реалі-

зується в економіці за умов повної зайнятості та відсутності надлишкової ліквідності банківських установ, що призводить до конкуренції за кредитні ресурси та підвищення відсоткової ставки за кредитами для приватного сектору економіки при відволіканні кредитних ресурсів банків в інвестиції в урядові боргові інструменти.

Така ситуація не є характерною для економіки України. Відповідно до статистики НБУ, залишки комерційних банків на коррахунках центрального банку протягом 2014 р. коливалися в діапазоні від 25 млрд. грн. до 35 млрд. грн., що свідчить про наявність суттєвого незадіяного ресурсу в банківській системі України, який може бути задіяний або для цілей кредитування національної економіки, або для інвестицій у державні цінні папери. Розширення кредитування приватного сектору економіки стримується через відсутність достатнього платоспроможного попиту на кредити (через погіршення фінансового стану підприємств реального сектору в умовах кризових явищ в економіці) та зниженням показників адекватності капіталу в банківській системі України на фоні девальвації національної грошової одиниці та акумуляції кредитних ризиків на балансах банківських установ. Відповідно, на сьогодні ефект витіснення у банківській системі України не є нагальною проблемою і не визначає динаміку банківського кредитування реального сектору в Україні, що робить розміщення ОВДП доцільним інструментом фінансування дефіциту державного бюджету. Проте актуальним є питання ролі державних комерційних банків в банківській системі України через відволікання суттєвої частки їх кредитних ресурсів до портфеля урядових боргових цінних паперів.

Література

1. Дубихвіст О. Якісне оновлення державних фондових інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облигацій / О. Дубихвіст, В. Лановий // Вісник НБУ. – 2012. – № 1. – С. 3–6.
2. Козюк В. “Ефект витіснення” як наслідок державного боргу в перехідній економіці України / В. Козюк // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2000. – Вип. 9. – С. 132–137.
3. Лубкей Н. Аналіз структури державного боргу України та напрямки її оптимізації / Н. Лубкей // Світ фінансів. – 2013. – № 4. – С. 37–44.
4. Економічна енциклопедія : у 3 т. Т. 1. / Редкол.: ...С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Видав. центр “Академія”, 2000. – 864 с.
5. Офіційна статистика Міністерства фінансів України [Електронний ресурс] // Міністерство фінансів України: [сайт]. – Режим доступу: http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?&art_id=398647&cat_id=398646 – Назва з екрана.
6. Офіційний статистика Національного банку України [Електронний ресурс] // Національний банк України: [сайт]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65833&cat_id=44578- Назва з екрана.
7. Особливості та пріоритети боргової політики України / А. С. Гальчинський, З. С. Варналій, В. Я. Майстришин та ін. [Електронний ресурс] // НІСД : [сайт]. – Режим доступу : <http://old.niss.gov.ua/Table/Tbl171104/annot.htm#a1>. – Назва з екрана.

References

1. Dubykhvist, O., Lanoviy V. (2012). Yakisne onovlennia derzhavnykh fondovykh instrumentiv –peredumova podolannia problemy likvidnosti rynku oblihatzij [Proficient update of national financial instruments as a prerequisite for liquidity improvement of bonds market]. Visnyk NBU - Bulletin of the National bank of Ukraine, 1, 3–6 [in Ukrainian].

2. Koziuk, V. (2000). *Efekt vytisnennia iak naslidok derzhavnoho borhu v perekhidnij ekonomitsi Ukrainy* [Crowding out effect as a consequence of state debt in transitive economy of Ukraine]. *Visnyk Ternopil's'koi akademii narodnoho hospodarstva – Bulletin of Ternopil national economic university*, 9, 132–137[in Ukrainian].

3. Lubkej, N. (2013). *Analiz struktury derzhavnoho borhu Ukrainy ta napriamky ii optymizatsii* [Analysis of Ukrainian state debt structure and directions of its optimization]. *Svit finansiv – World of finance*, 4, 37–44 [in Ukrainian].

4. Mochernyj, S.V. (Ed.). (2000). *Ekonomichna entsyklopediia* [Economic encyclopedia]. (Vols. 1-3). Kyiv: Vydavnychyj tsentr “Akademiiia” [in Ukrainian].

5. *Sait Ministerstva finansiv Ukrainy* [Site of Ministry of finance of Ukraine]. Available at: http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?&art_id=398647&cat_id=398646.

6. *Sait Natsional'noho banku Ukrainy* [Site of National bank of Ukraine]. Available at: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65833&cat_id=44578.

7. Hal'chyns'kyj, A.S., Varnalij, Z.S. & Majstryshyn V.Ya. (2004). *Osoblyvosti ta priorityty borhovoї polityky Ukrainy* [Features and priorities of debt policy of Ukraine]. *Natsional'nyj instytut stratehichnykh doslidzhen'* – The National institute for strategic studies. Available at: <http://old.niss.gov.ua/Table/Tbl171104/anot.htm#a1>.