

**Оксана ГРУБЛЯК**

кандидат економічних наук, доцент, Чернівецький національний університет  
імені Юрія Федьковича, Чернівці, Україна, grubliakoto@gmail.com  
ORCID ID: 0000-0002-7198-9747

## АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

**Вступ.** Політика управління державним боргом безпосередньо пов'язана з фінансовою політикою держави, макроекономічною стабільністю та взаємовідносинами із основними партнерами-кредиторами України. Ефективність цієї політики визначається структурою боргу в розрізі строків запозичень, валют погашення, процентних ставок, а також реальною можливістю держави своєчасно і без загроз для фінансової системи виконувати свої зобов'язання.

**Мета** – проаналізувати ефективність управління державним боргом України за останні роки й оцінити вплив факторів на її результативність.

**Методи.** Для реалізації поставленої мети використовували такі методи наукового дослідження: системно-структурний аналіз; теоретичне узагальнення; індукція та дедукція; економіко-статистичний і розрахунково-аналітичний; абстрактно-логічний.

**Результати.** Обґрунтовано, що кожна країна має будувати свою систему управління державним боргом. Аргументовано, що для оцінки ефективності управління державним боргом, крім сталих показників, варто також брати до уваги рівень відсоткових ставок за ОВПД та ОЗДП, зміну валютного курсу грн/дол, темп приросту ВВП. У зв'язку з цим на основі математичної моделі проаналізовано ефективність управління державним боргом шляхом порівняння коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу приростом ВВП та коефіцієнта приросту питомої ваги державного боргу у ВВП.

**Перспективи.** Здійснений аналіз дає змогу стверджувати, що найменш ефективною була політика управління боргом у 2018–2019 рр., оскільки розрив між значенням коефіцієнта приросту державного боргу у ВВП та коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу наближається до нуля. Відповідно до результатів дослідження визначено низку проблем, що виникають у процесі управління державним боргом, і запропоновано нові показники для оцінки його ефективності.

**Ключові слова:** управління державним боргом, ефективність управління державним боргом, ВВП, облігацій внутрішніх державних позик, облігацій зовнішніх державних позик, відсоткові ставки.

**Рис.: 3, бібл.: 15.**

**Оксана ГРУБЛЯК**

кандидат экономических наук, доцент, Черновицкий национальный университет имени Юрия Федьковича, Черновцы, Украина

### **АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПОЛИТИКИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ**

**Введение.** Политика управления государственным долгом непосредственно связана с финансовой политикой государства, макроэкономической стабильностью и взаимоотношениями с партнерами-кредиторами Украины. Эффективность этой политики определяется структурой долга в разрезе сроков заимствований, валют погашения, процентных ставок и реальной возможностью государства своевременно и без угроз для финансовой системы выполнять свои обязательства.

**Цель** – проанализировать эффективность управления государственным долгом Украины за последние годы и оценить влияние факторов на ее результативность.

**Методы.** Для реализации поставленной цели использовались такие методы научного исследования: системно-структурный анализ, теоретическое обобщение; индукция и дедукция; экономико-статистический и расчетно-аналитический: абстрактно-логический.

**Результаты.** Обосновано, что каждая страна должна строить свою систему управления государственным долгом. Аргументировано, что для оценки эффективности управления государственным долгом, кроме постоянных показателей, следует также принимать во внимание уровень процентных ставок по ОВГЗ и ОВГЗ, изменение валютного курса грн/долл., темп прироста ВВП. В связи с этим на основе математической модели проанализирована эффективность управления государственным долгом путем сопоставления коэффициента покрытия стоимости обслуживания долга приростом ВВП и коэффициента прироста удельного веса государственного долга у ВВП.

**Перспективы.** Проведенный анализ позволяет утверждать, что наименее эффективной была политика управления долгом в 2018–2019 годах, так как разрыв между значением коэффициента прироста государственного долга в ВВП и коэффициента покрытия стоимости обслуживания долга приближается к нулю. Согласно результатам исследования определен ряд проблем, возникающих в процессе управления государственным долгом, и предложены новые показатели для оценки его эффективности.

**Ключевые слова:** управление государственным долгом, эффективность управления государственным долгом, ВВП, облигации внутренних государственных займов, облигации внешних государственных займов, процентные ставки.

---

**Oksana HRUBLIAK**

Ph. D. (Economics), Assoc. Prof., Yuriy Fedkovych National University, Chernivtsi, Ukraine, grubliakomo@gmail.com

ORCID ID: 0000-0002-7198-9747

### **ANALYSIS OF THE EFFECTIVENESS OF PUBLIC DEBT MANAGEMENT POLICY**

**Introduction.** The effectiveness of debt policy is determined by the structure of the debt in terms of maturities, currencies, interest rates and the real ability of the government to fulfill its obligations in a timely and without threat to the financial system.

*The purpose is to analyze the effectiveness of Ukraine's public debt management in recent years and to evaluate the impact of factors on its effectiveness.*

*Methods. The following methods were used to achieve the goal: system-structural analysis, theoretical generalization, induction and deduction, economic-statistical and settlement-analytical methods, abstract-logical method.*

*Results. It is argued that to assess the effectiveness of public debt management, in addition to the benchmarks, it should also take into account the level of interest rates on government bonds, change in the exchange rate UAH / USD, GDP growth rate. In this regard, the mathematical model is used to analyze the effectiveness of public debt management by comparing the ratio of debt service cost to GDP growth and the ratio of government debt to GDP ratio.*

*Perspectives. The analysis makes it possible to confirm that the debt management policy in 2018-2019 was the least effective as the gap between the value of the public debt growth rate in GDP and the debt service cost ratio is approaching zero. According to the results of the study, a number of problems that arise in the process of public debt management are identified and new indicators are proposed to evaluate its effectiveness.*

*Keywords: public debt management, public debt management efficiency, GDP, domestic government loan bonds, external government loan bonds, interest rates.*

**JEL Classification:** H63.

---

**Постановка проблеми.** Найактуальнішими проблемами забезпечення стабільності фінансової системи України є досягнення задекларованих урядом темпів зростання економіки, подолання інфляційних процесів та досягнення прийнятих для України меж державної заборгованості. Ці процеси безпосередньо пов'язані з ефективністю політики управління державним боргом України.

Ефективність боргової політики є особливо актуальною через постійно зростаючу залежність держави від можливостей та необхідності отримання зовнішнього кредитування міжнародними фінансовими організаціями чи приватними особами. Більше того, досвід України свідчить про те, що неефективна політика уряду в частині структури боргу в розрізі строків запозичення, валют погашення, процентних ставок ставала важливим фактором виникнення та поглиблення фінансово-економічних криз. У зв'язку з тим, що державний борг є засобом

інструментом регулювання фінансової системи країни ефективна боргова політика набуває особливо важливого значення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Практичні й теоретичні аспекти проведення політики уряду щодо управління державним боргом досліджували такі українські вчені, як: Т. Бондарчук [1], Т. Вахненко [15], Г. Кучер [2], С. Олексійчук [4], О. Сергієнко [10], Т. Богдан [5; 6], І. Лютий [7] та ін. Водночас, аналіз та оцінка ефективності управління державним боргом висвітлені в контексті обслуговування чи погашення державного боргу. Однак забезпечити ефективність функціонування фінансової системи в цілому й управління державним боргом зокрема можливо лише за умови дослідження всіх аспектів боргових криз, причинно-наслідкових зв'язків та реальних можливостей держави щодо фінансування дефіциту державного бюджету через здійснення внутрішніх і зовнішніх позик.

**Метою** дослідження є аналіз ефективності управління державним боргом Украї-

ни у 2014–2019 рр. та оцінка чинників, що впливають на її результативність.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У 2018–2019 рр. в економіці України почали наростати негативні тенденції, пов'язані зі збільшенням дефіциту торговельного балансу, недостатністю обсягів міжнародних резервів, зростанням сум боргових виплат, підвищенням вартості державного боргу як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Все це справляє негативний вплив на стабільність фінансової системи України й ефективність її боргової політики.

Т. Бондарчук визначає управління державним боргом як сукупність державних заходів, що пов'язані із випуском і погашенням державних боргових зобов'язань, визначенням умов випуску нових державних цінних паперів, визначенням ставок процентів і виплатою доходу за державними цінними паперами, встановленням ліміту боргу, підтриманням курсу державних зобов'язань [1, с. 6].

Управління державним боргом як систему, впорядкованою певним чином сукупністю об'єктів, суб'єктів, методів, важелів, інструментів, норм, стандартів, процедур, регламентованих норм національного та міжнародного права, сформованою з метою оптимізації формування, перерозподілу й використання тимчасово вільних кредитних ресурсів в інтересах реалізації загальнонаціональних завдань і пріоритетів, досліджує Г. Кучер [2, с. 45].

Бюджетний кодекс України визначає управління державним (місцевим) боргом як сукупність дій, пов'язаних зі здійсненням запозичень, обслуговуванням і погашенням державного (місцевого) боргу, інших правочинів із державним (місцевим) боргом, що спрямовані на досягнення збалансованості бюджету й оптимізацію боргового навантаження [3].

Такий підхід має певні недоліки, оскільки розглядає управління державним боргом як систему дій уряду щодо формування, обслуговування та погашення боргу й упускає таку важливу складову, як аналіз ефективності його результатів.

С. Олексійчук під управлінням державним боргом розуміє цілеспрямований системний процес, який здійснюють суб'єкти боргової політики, він передбачає комплекс заходів і процедур, що охоплюють залучення державних позик, їх використання, обслуговування боргу та його погашення з метою подолання бюджетного дефіциту, забезпечення економічної стійкості та безпеки держави, досягнення сталого рівня економічного зростання й інноваційного розвитку [4, с. 58].

Тобто управління державним боргом має бути спрямоване не тільки на покриття дефіциту державного бюджету, а й на забезпечення економічної стійкості, платоспроможності та боргової безпеки держави. У цьому контексті важливим є дослідження саме ефективності політики управління державним боргом.

Актуальність аналізу ефективності управління державним боргом особливо загострюється в часи фінансово-економічних криз. Однак підґрунтя цих криз створюється через відсутність довгострокової програми управління державним боргом, а всі запозичення, які здійснюються, є реакцією на поточну кон'юнктуру на фінансовому ринку. Тому залишаються проблеми, пов'язані з тим, наскільки ефективно держава управляє своїм боргом і чи існує чітка, довгострокова політика в цьому напрямку.

Так, Т. Богдан визначила місце зовнішніх боргових зобов'язань у світових валютно-фінансових відносинах, вивчаючи питання стратегічного управління державним боргом України [5; 6].

Професор І. Лютий досліджував ефективність використання зовнішніх державних запозичень та їх вплив на національну фінансову систему через групу чинників, умов залучення й цілей використання позикових коштів [7, с. 65].

Г. Кучер аналізувала ефективність функціонування системи управління державним боргом з урахуванням факторів, які впливають на поточні і стратегічні її завдання та дають можливість здійснювати вчасні й ефективні заходи [2, с. 45].

Для оцінки ефективності боргової політики розроблено низку показників.

Так, в Бюджетному кодексі України зазначено, що державні запозичення здійснюються в межах, визначених законом про державний бюджет та з дотриманням граничного обсягу державного боргу на кінець бюджетного періоду, що не перевищує 60% ВВП [3]. Такий підхід до визначення граничного розміру державного боргу уніфікований та затверджений Маастрихським договором, однак не враховує специфічних економічних умов конкретної країни.

У методичних рекомендаціях щодо розрахунку рівня боргової безпеки держави також визначені показники, що характеризують її рівень [8].

Однак економіка кожної окремої країни є складною системою, якій притаманні особливі характеристики, наприклад: чисельність населення, політичний устрій, структура економічних відносин, сформований реальнопідприємчий внутрішній капітал тощо.

Проте, дослідивши показники відношення державного боргу до ВВП розвинутих країн, можна побачити, що цей показник не просто перевищує 60%, а в багатьох випадках досягає рівня 100–300% ВВП. Незважаючи на таку величину цього показника, економіки таких країн процвітають, а їх боргову політику не можна назвати неефективною. До таких країн належать:

Нідерланди (325%), Бельгія (260%), Великобританія (252%), Швеція (170%), Данія (160%), Греція (178,6%), Італія (131,8%), Португалія (125,7%), Бельгія (103,1%) та Іспанія (98,3%) [9].

Тому для ефективного управління державним боргом недостатньо лише узагальнених граничних показників боргової політики. Необхідно здійснювати аналіз чинників, які безпосередньо впливають на стан боргової безпеки держави та її платоспроможність.

У цьому контексті О. Сергієнко розглядає побудову концепції визначення специфічних показників, які вказують на критичний стан державного боргу саме для економіки України. Одним із показників, який характеризує ефективність боргової політики країни та її спроможність виконувати боргові зобов'язання, є показник боргового навантаження держави, що відображає відношення платежів із погашення й обслуговування державного боргу до доходів загального фонду державного бюджету. Критичним вважається рівень цього показника в розмірі 45% [10, с. 65].

Відносна величина державного боргу ("державний борг/ВВП") залежить від таких факторів, як: рівень реальної процентної ставки, якою визначають розмір виплат щодо боргу; темп зростання реального ВВП; обсяг первинного бюджетного дефіциту та валютний курс гривні (оскільки обсяг зовнішнього державного боргу в Україні є переважаючим). Зменшення відносної заборгованості в економіці можливе за умови, якщо темпи зростання реальної процентної ставки будуть нижчими за темпи зростання реального ВВП, а частка первинного бюджетного профіциту щодо ВВП збільшуватиметься.

Тому для аналізу ефективності політики управління державним боргом варто оцінити такі показники, як: розмір відсоткових ставок

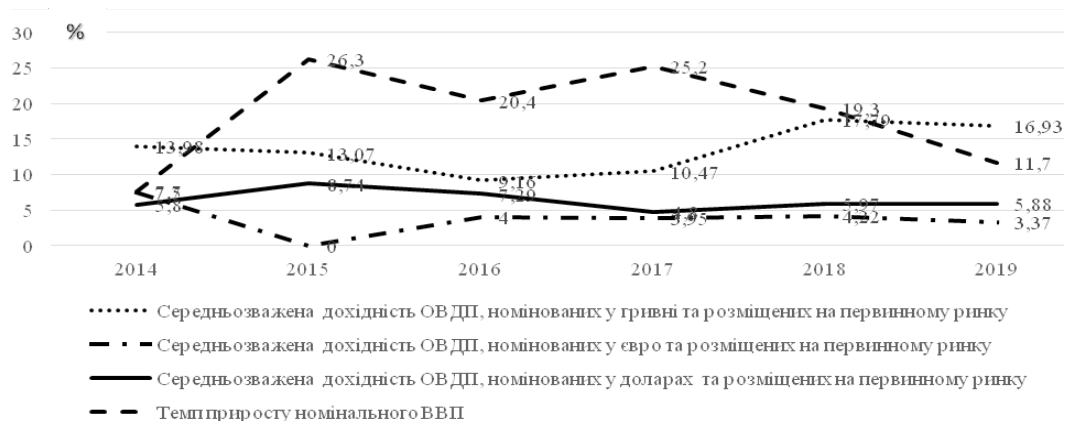
і відсоткових платежів; валютна структура боргу та його терміновість; співвідношення між боргом, утвореним на умовах фіксованої та плаваючої відсоткових ставок.

Характерними рисами внутрішнього фінансування дефіциту державного бюджету у 2018–2019 рр. стали значне збільшення обсягу розміщення ОВДП, які номіновані в іноземній валюті, та збільшення короткострокових боргових запозичень уряду. Облігації внутрішньої державної позики, які номіновані в доларах США, на український ринок цінних паперів вперше були випущені у другій половині 2011 р. Валютні облігації внутрішніх державних позик на фінансовому ринку України є одним із найнадійніших інструментів інвестування, який одночасно страхує валютні ризики та зберігає процентний дохід, що часто перевищує процентну ставку за депозитами. Такі зміни політики управління державним боргом зазвичай зумовлювали підвищення валютних ризиків та ризиків рефінансування державного боргу. Динаміку середньозваженої дохідності ОВДП на первинному ринку та темпу приросту номінального ВВП зображено на рис. 1.

Середньозважена дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку підвищилася з 13% у кризових 2014–2015 рр. до 17,79% річних – у 2018 р. та 16,93% – у 2019 р. Середньозважена дохідність гривневих ОВДП у 2019 р. значно перевищувала і темпи приросту номінального ВВП. Якщо темп приросту номінального ВВП у 2019 р. становив 11,7%, а реального – 2,8%, тоді інфляція – це не єдиний і не переважаючий чинник зростання вартості ОВДП. Високий рівень відсоткових ставок за облігаціями внутрішніх державних позик відображав як наслідки жорсткої монетарної політики Національного банку України, так і високий попит держави на вільні позичкові кошти для фінансування дефіциту державного бюджету.

Стрімке зростання відсоткових ставок за облігаціями внутрішніх державних позик у 2018–2019 рр. негативно вплинуло на боргову стійкість держави, вказуючи на необдуману та недалекоглядну політику уряду щодо державних запозичень, яка реалізовувалася на внутрішньому фінансовому ринку.

У свою чергу, зростала середньозважена дохідність і доларових облігацій



**Рис. 1. Динаміка середньозваженої дохідності ОВДП на первинному ринку та темпу приросту номінального ВВП України у 2014–2019 рр.\***

\* Складено на основі [11, 12].

внутрішніх державних позик, яка у 2017 р. становила 4,8% річних, у 2018 р. – 5,97%, а в 2019 р. – 5,88% річних. І все ж середньозважені відсоткові ставки за валютними облігаціями внутрішніх державних позик (5,97% – у 2018 р. і 5,88% – у 2019 р.) залишалися помітно нижчими від ставок за облігаціями зовнішньої державної позики (10,67% у 2019 р.).

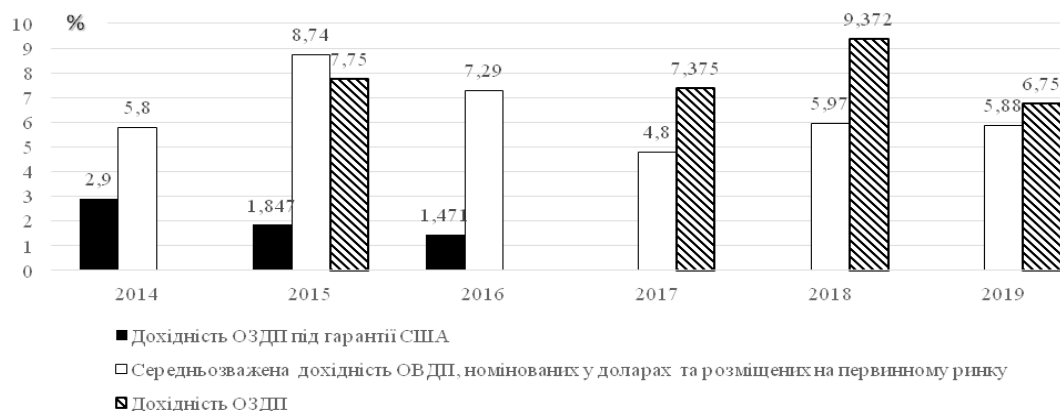
Такий високий рівень відсоткових ставок за облігаціями внутрішніх державних позик є безпрецедентним для України, виходячи із порівнянь вартості обслуговування державного боргу України. Відсоткова ставка за облігаціями внутрішніх державних позик на рівні понад 17% річних стала найвищою ставкою доходності облігацій внутрішніх державних позик, яка мала місце вперше з 2013 р.

Державні зовнішні запозичення супроводжуються значними валютними ризиками. Варто зазначити, що в другому півріччі 2014 р. валютні ризики державного боргу України досягли недопустимо високого рівня. Тому, здійснюючи випуск облігацій зовнішньої державної позики, Міністерство фінансів України має враховувати стабіль-

ність валюти випуску облігацій, з огляду на те, що коливання курсу валюти щодо гривні безпосередньо впливає і на величину зовнішньої заборгованості.

У результаті впливу зазначених глобальних чинників і внутрішньо-економічних проблем України умови зовнішніх запозичень для держави суттєво погіршилися (рис. 2).

У 2014, 2015 і 2016 рр. в результаті наполегливої роботи Міністерства фінансів України та за підтримки МВФ, Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) та інших членів міжнародної спільноти з метою забезпечення доступу України до світових ринків капіталу, відповідно до чотирирічної програми МВФ (Механізм розширеного кредитування) та Угоди про гарантії запозичення між Україною та Сполученими Штатами Америки, уряд України випускав ОЗДП у сумі 1 млрд доларів США на період до п'яти років з дати випуску [13]. Гарантії Агентства США з міжнародного розвитку для українських ОЗДП позитивно вплинули на відсоткову ставку. Вона була рекордно низькою для України (2,9% – у 2014 р., 1,847% – у 2015 р. та 1,471% – у 2016 р.).



**Рис. 2. Динаміка доходності ОЗДП та ОВДП, номінованих у доларах на первинному ринку у 2014–2019 рр.\***

\* Складено на основі [11, 12].

Привертає увагу і той факт, що номінальні відсоткові ставки за валютними ОВДП усе ще залишаються помітно нижчими від ставок за облігаціями зовнішніх державних позик. Причому обсяги розміщення валютних ОВДП на внутрішньому ринку (наприклад, 3477,9 млн дол. США – у 2018 р. та 4330,8 млн дол. США – у 2019 р.) дають змогу характеризувати їх як прийнятну альтернативу зовнішнім позикам.

Однак політика уряду щодо випуску дорогих довгострокових облігацій зовнішньої позики на міжнародний ринок свідчить як про непрофесійні дії Мінфіну та його банків-агентів, так і про включення корупційних чинників до процесу організації єврооблігаційних позик.

Тому на основі вищезазначених теоретичних і практичних висновків, використавши побудовану практичну математичну модель, оцінимо ефективність боргової політики держави у 2014–2019 рр. У разі виконання умов цієї моделі боргова політика вважатиметься ефективною, а у разі невиконання, враховуючи розрив між основними індикаторами моделі, можна буде оцінити відхилення боргової політики уряду від

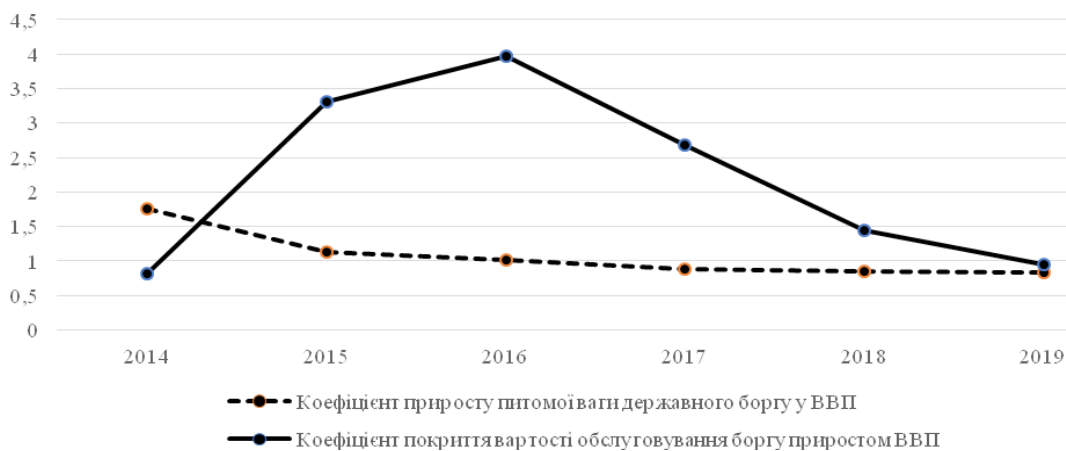
оптимальної. Таку модель можна описати наступною математичною формулою (1):

$$\frac{ПБ_t}{ПБ_{t-1}} \leq \frac{1 + g}{(1 + r_{ОВДП}) * Ч_{вб} + (1 + r_{ОВДП}) * Ч_{зб} * (1 + d)}, \quad (1)$$

де  $ПБ_t$  – відношення державного боргу до ВВП у поточному періоді;  $ПБ_{t-1}$  – відношення державного боргу до ВВП у попередньому періоді;  $g$  – темп приросту ВВП;  $r_{ОВДП}$  – середньозважена вартість ОВДП;  $Ч_{вб}$  – частка внутрішнього боргу;  $r_{ОЗДП}$  – середньозважена вартість ОЗДП;  $Ч_{зб}$  – частка зовнішнього боргу;  $1 + d$  – темп приросту валютного курсу гривні до долара США [14, с. 88].

Результати розрахунків подано на рис. 3.

Після проведених розрахунків слід розглядати 3 сценарії: перевищення коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу приростом ВВП над коефіцієнтом приросту питомої ваги державного боргу у ВВП (свідчитиме про ефективність боргової політики); протилежна ситуація означатиме, що управління державним боргом неефективне. Рівність зазначених коефіцієнтів свідчитиме про те, що вся сума приросту ВВП іде на покриття вартості обслуговування державного боргу [14, с. 89].



**Рис. 3. Оцінка ефективності політики управління державним боргом України у 2014–2019 рр.\***

\* Складено на основі [12].



У 2014 р. спостерігалася найгірша ситуація в частині управління державним боргом, оскільки коефіцієнт приросту питомої ваги державного боргу у ВВП менший за коефіцієнт покриття вартості обслуговування боргу приростом ВВП. Це пояснюється фінансовою кризою в Україні, девальвацією гривні з 7,7 грн/дол. у 2013 р. до 15,8 грн/дол. на кінець 2014 р. та рівнем інфляції 24,9%, що вкрай негативно вплинуло на динаміку відсоткових ставок за облігаціями державної позики.

Стабілізація економічної ситуації у 2015–2016 рр. позитивно вплинула на ефективність політики управління державним боргом, про що свідчить перевищення коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу приростом ВВП над коефіцієнтом приросту питомої ваги державного боргу у ВВП. Однак на ефективність політики управління державним боргом за ці роки вплинули, на жаль, адміністративні, а не ринкові чинники: надзвичайно низький рівень відсоткових ставок за ОЗДП (результат дії Угоди про гарантії Агентства США з міжнародного розвитку) та транс МВФ дали змогу уряду погасити дефіцит бюджету та виплатити борги без значних запозичень на внутрішньому ринку. Порівняно невеликі обсяги випуску ОВДП не створювали ажіотаж на внутрішньому фінансовому ринку, що дало змогу утримувати відсоткові ставки за ОВДП на порівняно низькому рівні – 9–13%, нижчому, ніж темпи приросту ВВП за ці роки вдвічі.

Залучені державою позикові ресурси у 2014–2017 рр. спрямовували на покриття дефіциту державного бюджету, тобто на поточні, а не інвестиційні витрати. Як наслідок, держава понесла значні витрати на обслуговування боргу.

У 2018–2019 рр. управління державним боргом можна вважати вкрай неефективним, розрив між значенням коефіцієнта

приросту державного боргу у ВВП та значенням коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу наближається до нуля (див. рис. 3). Приріст ВВП у цих роках розвитку економіки країни мав покрити відсотки за додатково залученими ресурсами. На відміну від цього, відсоткові ставки за ОВДП набагато вищі (18,4% – у 2019 р.) за темп приросту номінального ВВП (11,7% – у 2019 р.). Крім того, у 2018–2019 рр. позитивний вплив на зростання коефіцієнта покриття вартості обслуговування боргу приростом ВВП мала ревальвація гривні щодо долара США (у 2018 р. темп приросту грн/дол становив -0,025 та -0,102 – у 2019 р.).

**Висновки.** Таким чином, проаналізувавши управління державним боргом України у 2014–2019 рр., встановлено, що висока дохідність облігацій внутрішніх і зовнішніх державних позик лягла важким тягарем на державний бюджет і породила реальні загрози для боргової стійкості економіки та платоспроможності держави. Така політика давала змогу вирішувати короткострокові проблеми недостатності бюджетних коштів і забезпечення обсягу міжнародних резервів, але призвела до значного накопичення державного боргу і боргової залежності української економіки. Причому рівень дохідності державних облігацій (враховуючи їх взаємозв'язок із приростом ВВП) засвідчує домінування інтересів банківського сектору в сфері управління державним боргом та непрофесійну діяльність вищих посадових осіб.

Виходячи з проведеного дослідження, необхідно законодавчо доповнити перелік показників ефективності управління державним боргом. Наприклад, випуск та розміщення ОВДП та ОЗДП може здійснюватися до того моменту, поки рівень відсоткових ставок за облігаціями не досягне максимального значення (+2–3% до рівня

відсоткових ставок за державними облігаціями країн Центральної та Східної Європи). Крім того, необхідно максимальний рівень відсоткових ставок за державними облігаціями поставити у залежність із приростом номінального ВВП, що покаже можливість держави обслуговувати державний борг. Варто перейняти досвід країн ЄС, в яких фіскальні органи, наприклад, не залучають позичкові кошти на фінансових ринках у ситуаціях, коли ринкові ставки за їх зобов'язаннями наближаються до 7% річних. Для забезпечення довгострокової стійкості державних фінансів за таких обставин фіскальні органи звертаються за допомогою до міжнародних фінансових організацій.

#### Список використаних джерел

1. Бондарчук Т.Г. Державний борг України: механізм управління та обслуговування : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01. Київ, 2001. 19 с.
2. Кучер Г.В. Ефективність системи управління державним боргом в Україні. Фінанси України. 2012. № 6. С. 44–57.
3. Бюджетний кодекс України. Закон України від 8 лип. 2010 р. № 2456-VI. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
4. Олексійчук С. В. Державний борг України: оптимізація формування та ефективність управління : дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Тернопіль, 2017. 229 с. URL : [http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/28239/1/dis\\_pdf.pdf](http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/28239/1/dis_pdf.pdf).
5. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції. Фінанси України. 2018. № 4. С. 75–92.
6. Bogdan T. Debt-creating capital flows and their macroeconomic implications in Ukraine. Athens Journal of Business and Economics. 2015. Vol. 1, Issue 2. P. 135–152.
7. Лютий І. О., Софієнко А. П. Зовнішні державні запозичення як інструмент фінансової політики уряду. Фінанси України. 2019. № 5. С. 64–78.
8. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України: Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29 жовт. 2013 р. № 1277. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13/stru>.
9. General government gross debt. Eurostat. URL : <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>.
10. Сергієнко О. В. Побудова концепції визначення специфічних показників, які вказують на критичний стан державного боргу саме для економіки України. Молодий вчений. 2014. № 9. С. 59–65. URL : <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2014/9/15.pdf>.
11. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик. Національний банк України. URL : <https://bank.gov.ua/markets/ovdp-table>.
12. ОЗДП, що перебувають в обігу. Міністерство фінансів України. URL : <https://mof.gov.ua/uk/ozdp-shho-perebuvajut-v-obigu>.
13. Угода про гарантії запозичення між Україною та Сполученими Штатами Америки. Закон України від 14 квіт. 2014 р. № 840\_164. URL : [https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/840\\_164](https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/840_164).
14. Грубляк О. М. Оцінка ефективності боргової політики України в сучасних умовах. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2016. № 4(2). С. 87–90. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vchnu\\_ekon\\_2016\\_4\(2\)\\_18](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vchnu_ekon_2016_4(2)_18).
15. Вахненко Т. П. Особливості формування державного боргу та управління його складовими в період фінансової кризи. Фінанси України. 2009. № 6. С. 14–29.

#### References

1. Bondarchuk, T.G. (2001). Derzhavnyi borh Ukraini: mekhanizm upravlinnia ta obsluhovuvannia [State debt of Ukraine: management and servicing mechanism]. (Thesis: 08.04.01). Kyiv [in Ukrainian].
2. Kucher, G.V. (2012). Efektyvnist systemy upravlinnia derzhavnym borhom v Ukraini [Efficiency

of the public debt management system in Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 6, 44–57 [in Ukrainian].

3. Biudzhetni kodeks Ukraini. *Zakon Ukrainy № 2456-VI vid 8.07. 2010* [Budget Code of Ukraine. Law of Ukraine] (2010, July, 8). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.

4. Oleksiychuk, S. V. (2017). *Derzhavnyi borh Ukraini: optymizatsiia formuvannia ta efektyvnist upravlinnia* [State debt of Ukraine: optimization of formation and management efficiency]. (Thesis: 08.00.08). Ternopil. Available at: [http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/28239/1/dis\\_pdf.pdf](http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/28239/1/dis_pdf.pdf).

5. Bohdan, T. P. (2018). *Stratehichne upravlinnya derzhavnym borhom v umovakh nestiykoi borhovoï pozytsii* [Strategic management of public debt in an unstable debt position]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 4, 75–92 [in Ukrainian].

6. Bogdan, T. (2015). *Debt-creating capital flows and their macroeconomic implications in Ukraine*. *Athens Journal of Business and Economics*, 1, 135–152.

7. Lyutyi, I. O., Sofiienko, A. P. (2019). *Zovnishni derzhavni zapozychennia yak instrument finansovoï polityky uriadu* [External government borrowing as an instrument of government financial policy]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 5, 64–78 [in Ukrainian].

8. *Pro zatverdzhennia Metodichnykh rekomendatsiy shchodo rozrakhunku rivnia ekonomichnoi bezpeky Ukrainy: Nakaz Ministerstva ekonomichnogo rozvytku i torhivli Ukrainy № 1277 vid 29.10. 2003* [About the statement of Methodical recommendations concerning calculation of level of economic safety of Ukraine]. (2003, October, 29). Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13/stru>.

9. *General government gross debt*. Eurostat. Available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>.

10. Sergienko, O. V. (2014). *Pobudova konseptsii vyznachennia spetsyfichnykh pokaznykiv, yaki vkazuiut na krytychnyi stan derzhavnogo borhu same dlia ekonomiky Ukrainy* [Construction of the concept of determining specific indicators that indicate a critical state of public debt for the economy of Ukraine]. *Molodyi vchenyi – Young Scientist*, 9, 59–65. Available at: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2014/9/15.pdf>.

11. *Rezultaty rozmishchennia oblihatsii vnutrishnikh derzhavnykh pozyk* [Results of placement of domestic government bonds]. *Natsionalnyi bank Ukrainy – National Bank of Ukraine*. Available at: <https://bank.gov.ua/markets/ovdp-table>.

12. *OZDP, shcho perebuvauiut v obihu* [OZDP in circulation]. *Ministerstvo finansiv Ukrainy – Ministry of Finance of Ukraine*. Available at: <https://mof.gov.ua/uk/ozdp-shho-perebuvajut-v-obigu>.

13. *Uhoda pro harantii zapozychennia mizh Ukrainoiu ta Spoluchenyymi Shtatamy Ameryky. Zakon Ukrainy № 840\_164 vid 14.04. 2014* [Agreement on borrowing guarantees between Ukraine and the United States of America. Law of Ukraine]. (2014, April, 14). Available at: [https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/840\\_164](https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/840_164).

14. Hrubliak, O. M. (2016). *Otsinka efektyvnosti borhovoï polityky Ukrainy v suchasnykh umovakh*. [Evaluation of the effectiveness of Ukraine's debt policy in modern conditions]. *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnogo universytetu. Ekonomichni nauky – Bulletin of Khmelnytsk National University. Economic Sciences*, 4(2), 87–90 [in Ukrainian]. Available at: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vchnu\\_ekon\\_2016\\_4\(2\)\\_18](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vchnu_ekon_2016_4(2)_18).

15. Vakhnenko, T. P. (2009). *Osoblyvosti formuvannia derzhavnogo borhu ta upravlinnia yoho skladovymy v period finansovoï kryzy* [Features of public debt formation and management of its components during the financial crisis]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 6, 14–29 [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 18.05.2020.