



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.09.058>

УДК 336.143: 336.27

JEL: H12, H54, H62, H63

В.П. КУДРЯШОВ, д-р екон. наук, проф.,
завідувач відділу управління державними фінансами
НДФІ «Академія фінансового управління»
бул. Дружби народів, 38, 01014, Київ, Україна
e-mail: kvp.kudrya@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4801-3620>

СТРАТЕГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

Показано, що боротьба з впливами пандемії і протидія воєнній агресії РФ викликали необхідність значного розширення державних запозичень, без чого ускладнюється прийняття управлінських рішень за умов зростання невизначеності. Запропоновано переглянути основні положення чинної Стратегії управління державним боргом щодо фінансування заходів протидії агресії, забезпечення стабілізації у післявоєнний період, а також відновлення поступального розвитку країни в середньостроковій перспективі.

Ключові слова: державний борг; державні запозичення; боргові інструменти; критична інфраструктура; стійкість державних фінансів; реструктуризація заборгованості; рефінансування боргових зобов'язань.

Розроблення і прийняття (на законодавчому або управлінському рівні) стратегії управління державною заборгованістю, а також упровадження заходів її імплементації протягом останніх років набули досить важливого значення в більшості країн світу. У період з 2020-го до початку 2022 р. світова економіка демонструвала ознаки відновлення (після подолання наслідків пандемії COVID-19), проте війна РФ проти України підірвала такі тенденції. Мають місце погіршення економічної ситуації, різке зростання напруження в соціальній сфері в багатьох країнах світу (у першу чергу через зростання цін на продовольство і енергоносії), посилилася невизначеність щодо перспектив глобального розвитку економіки, загострилися ризики дефіциту продовольства¹.

¹ Global Financial Stability Report 2022 April. Shockwaves from the War in Ukraine. Test the Financial System's Resilience. *IMF*. P. xi—xvi. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022> (дата звернення: 10.05.2022).

Поглиблення невизначеності щодо формування запланованих показників дохідної частини публічних бюджетів, загострення ризиків їх мобілізації викликали необхідність розширення альтернативних механізмів залучення ресурсу. Найбільш важливим з них виявилось впровадження боргового фінансування. Його застосування дістало потужний поштовх у період подолання наслідків пандемії і особливо нині, коли Україна протистоїть военній агресії РФ. Водночас слід урахувувати і погіршення умов управління державним боргом унаслідок порушень стабільності макроекономічних показників, які протягом останніх років вважалися контрольованими і сприяли підвищенню рівня заборгованості без значних впливів на стан фінансової стабільності [1]. Необхідними стали перегляд середньо- і довгострокових орієнтирів управління державним боргом, коригування прийнятих програм, а також упровадження більш результативних механізмів та інструментів їх імплементації.

Боргове фінансування відіграє важливу роль у забезпеченні розвитку країни. Залучення коштів на основі розміщення запозичень є головним механізмом вирішення різних завдань: мобілізації додаткового ресурсу для покриття витрат за умов виникнення надзвичайних ситуацій; підтримки стабільного і поступального розвитку; прискорення економічного зростання; проведення модернізації критичної інфраструктури; здійснення структурної перебудови економіки. Його застосування являє собою фактор отримання запланованих результатів, проте за умов невваженого впровадження виникають нові ризики і загрози, які можуть навіть перевищувати позитивні досягнення.

В аспекті розвитку державного сектору Національна економічна стратегія на період до 2030 року містить положення, згідно з яким залучення ресурсу з використанням боргових запозичень є дієвим механізмом після кризової рецесії і економічного зростання, одночасно націленим на забезпечення стійкості публічних фінансів і збереження макроекономічної стабільності².

Питання управління державними борговими зобов'язаннями досліджує цілий ряд вітчизняних і зарубіжних науковців, зокрема, С. Марченко [2], Т. Єфименко [3], С. Гасанов [4], Т. Богдан [5], І. Лютий [6], Г. Бломменштайн і Ф. Терн [7], Б. Айхернгрін і Р. Естевес [8] та інші. Прийняття стратегії становить основу для розроблення програмних нормативних і управлінських документів, проектів законодавчих актів і планів з досягнення визначених цілей та їх фінансового забезпечення.

В Україні ухвалення рішень щодо значного збільшення боргового фінансування (через війну) не було передбачене чинними нормативними й управлінськими документами. Вжиття заходів протидії агресії і стабілізації розвитку країни в післявоєнний період потребує визначення підходів до їх фінансового забезпечення протягом не лише короткострокових, а й середньострокових періодів. Такі положення мають міститись у середньостроковій стратегії управління державним боргом.

Отже, **мета статті** — визначити засади стратегії управління державним боргом України, обґрунтувати пропозиції і рекомендації щодо внесення змін до її забезпечення.

² Про затвердження Національної економічної стратегії на період до 2030 року. Постанова Кабінету Міністрів України № 179 (розділ II) від 03.03.2021 р. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-zatverdzhennya-nacionalnoyi-eko-a179>

За визначенням фахівців МВФ³, показники валового державного боргу (у світі в цілому) з 2017 по 2021 р. зросли з 82 до 97% ВВП. У розвинутих країнах вони збільшилися зі 103,2 до 119,8%, а в державах з ринками, що формуються, — з 50,5 до 68,1%. Це було пов'язано з необхідністю фінансової підтримки ділової активності, соціальних програм, критичної інфраструктури, розвитку регіонів і багатьох інших напрямів діяльності, що вимагало значного збільшення витрат. Застосування заходів фіскальної політики під час пандемії і економічної рецесії спричинило найбільше з часів Другої світової війни зростання боргу.

В Україні протягом 2017—2019 рр. було досягнуто значного зменшення показників боргового навантаження. Проте у 2020 р. (через боротьбу з впливами пандемії і стиснення зовнішнього попиту) мала місце тенденція до зростання показників державного і гарантованого державою боргу. Тому виникла необхідність у розробленні боргової стратегії з урахуванням нових загроз, до яких віднесено збільшення дефіциту державного бюджету, ускладнення проблем рефінансування державної заборгованості, утримання значної частки заборгованості в іноземній валюті, виникнення додаткових умовних зобов'язань і відносно невисокі темпи відновлення економіки⁴. Ці тенденції посилилися внаслідок вжиття заходів з фінансового забезпечення протидії воєнних нападів з боку РФ і необхідності підтримки збереження об'єктів оборонної і цивільної критичної інфраструктури. За таких умов актуальним став перегляд основних підходів до вирішення цих завдань.

Питання стратегії управління державним боргом в Україні визначаються середньостроковими стратегіями, що приймаються терміном на три-чотири роки, а також щорічними програмами управління державним боргом⁵. У них містяться досить важливі положення щодо мобілізації ресурсу за умов існування боргу, погашення й обслуговування зобов'язань за борговими інструментами в період стабільної ситуації, а також подолання наслідків пандемії. Проте ці документи не враховують ті карколомні зміни, які відбулися з широкомасштабним вторгненням окупантів на територію нашої країни і запровадженням воєнного стану. Через ускладнення мобілізації доходів до бюджетної системи (внаслідок значних і раптових змін ділової активності, погіршення макроекономічних показників, руйнування й знищення критичної інфраструктури, зниження доходів населення), з одного боку, і стрімке зростання потреб для забезпечення витрат з метою зміцнення обороноздатності країни, забезпечення національної безпеки, недопущення руйнування системи соціального забезпечення, підтримки критичної інфраструктури — з іншого, необхідним стало застосування екстрених заходів мобілізації ресурсів з використанням різних механізмів, включаючи боргові інструменти.

³ Fiscal Monitor. Fiscal Policy from Pandemic to War. April 2022. *IMF*. P. 7. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022> (дата звернення: 16.06.2022).

⁴ Разбор | COVID-вызовы для госдолга. Пять рисков нового долгового кризиса в 2021 году. *Ліга.Фінанси*. 2021. 04 січ. URL: <https://finance.liga.net/ekonomika/article/covid-vyzovy-dlya-gosdolga-ryat-riskov-novogo-dolgovogo-krizisa-v-2021-godu> (дата звернення: 06.03.2022).

⁵ Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2017—2019, на 2018—2020, 2019—2022, 2021—2023 роки; Програма управління державним боргом на 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 роки. *Міністерство фінансів України*. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/osnovna-informacija> (дата звернення 18.07.2022).

Стратегія управління боргом розглядається як середньостроковий план, який визначає цілі управління державними борговими зобов'язаннями і механізми їх реалізації. У стратегії міститься характеристика структури державної заборгованості (поділ на внутрішні та зовнішні зобов'язання), витрати на її погашення і обслуговування, ризики боргового фінансування; відображається застосування фіксованих і змінних відсоткових ставок, а також способів погашення боргу; дається оцінка рівня ризику державної заборгованості. Як правило, значна частина короткострокового боргу характеризується більш високими відсотковими ставками (оскільки така заборгованість рефінансується за умов невизначених у майбутні періоди відсоткових ставок)⁶.

Боргова стратегія має враховувати основні виклики, що справляють (або можуть справляти) впливи на стан державних фінансів. Її розроблення передбачає врахування таких показників, як:

- загальний обсяг залучення ресурсу для фінансування державних програм з використанням боргових механізмів (включаючи підтримку державних корпорацій, державних банків, державних соціальних фондів та інших державних установ);
- мобілізація додаткового ресурсу в умовах настання надзвичайних ситуацій (природні катаклізми, збройна агресія тощо);
- динаміка обсягів погашення державної заборгованості, строки якого настають у плановому періоді;
- кошти, необхідні для покриття витрат на погашення гарантованих державних зобов'язань (за умов переведення гарантованих зобов'язань у державну заборгованість);
- структура державних запозичень (за джерелами, інструментами, валютною складовою, строками, відсотковими ставками);
- дохідність державних позик і витрати на обслуговування запозичень;
- дотримання вимог фіскальних правил.

Експерти МВФ Т. Йонассон і М. Папайоанну називають такі основні положення, що мають міститись у стратегії управління державним боргом:

1) цілі й сфера застосування стратегії (визначаються цілі управління державним боргом, обсяги і межі реалізації стратегії, ризики управління боргом протягом її виконання);

2) характеристика боргового портфеля, зміни його складових і показників з плином часу;

3) урахування умов, за яких здійснюється управління державним боргом (прогнози змін фіскальної політики, динаміки державної заборгованості, динаміки валютних курсів і відсоткових ставок, обмеження щодо вибору портфеля (на основі врахування стану фінансового ринку і проведення грошово-кредитної політики));

4) визначення середньострокових засад управління державним боргом (обґрунтування складових заборгованості й ризиків, що мають урахуватись у стратегії, діапазонів показників ризиків портфеля і програм фінансування, управління ризиками, що не піддаються кількісній оцінці, заходами

⁶ Government Debt Management: Designing Debt Management Strategies. The World Bank, 2017. 102 p., P. 12. URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/194071527797532524-0340022018/original/GDM1backgroundnotes.pdf>

підтримки ринку запозичень, здійснення перевірки отримання ключових припущень, урахування змін інших обставин)⁷.

Фахівці Світового банку зазначають, що середньострокова стратегія управління державним боргом має враховувати особливості проведення макроекономічної політики і спрямовуватися на підтримку прийнятного рівня заборгованості й розвитку внутрішнього боргового ринку. Ухвалення стратегії має націлювати органи державного управління на залучення необхідного уряду ресурсу за мінімально можливих витрат у середньо- і довгостроковій перспективі з дотриманням прийнятного рівня ризиків. Упровадження такої стратегії є важливою складовою вирішення завдань з управління ризиками боргового портфеля, попередження макроекономічних викликів, зміцнення фіскальної політики і підтримки функціонування ринку державних цінних паперів. Стратегія має містити такі складові: цілі й показники управління боргом, характеристика боргового портфеля і ризиків, що необхідно враховувати в ході розроблення стратегії, можливі джерела залучення ресурсів (внутрішні й зовнішні), які передбачається використовувати в рамках стратегії, макроекономічні показники і структурні фактори, що справляють вплив на проведення боргової політики, настання можливих шоків сценаріїв, вибір альтернативних стратегій фінансування, розроблених на основі аналізу витрат і ризиків⁸. Прийняття виваженої стратегії управління державним боргом набуває важливого значення для зниження вартості запозичень, обмеження фінансових ризиків і розвитку внутрішнього фінансового ринку [9].

В Україні чинною є Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2021—2024 роки, затверджена Постановою Кабінету Міністрів України у 2021 р.⁹ (далі — Стратегія). Водночас слід звернути увагу на те, що в документі бракує визначення багатьох базових положень і концептуальних рамок, на яких мало б базуватися її розроблення. До їх складу відносять узяття за основу положень щодо змісту державного боргу, його структури і співвідношень між складовими, механізмів та інструментів залучення ресурсу, що використовуються в Стратегії. Такі уточнення доцільно поєднати з оновленням підходів, які враховуватимуть зміни, що виникнуть у період подолання наслідків російської агресії і запровадження воєнного стану в Україні. Зокрема, потребують перегляду питання управління мобілізацією ресурсу з використанням боргових інструментів, погашення боргових зобов'язань, обслуговування запозичень, розподілу заборгованості на середньо- і довгострокові періоди, застосування заходів відстрочення і розстрочення заборгованості, проведення рефінансування боргу.

Для прийняття управлінських рішень важливо визначити предмет управління державним боргом (характеристику державної заборгованості, що

⁷ Jonasson T., Papaioannou M.G. A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks. *IMF Working Paper*. 2018. Apr 06. P. 39. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/06/A-Primer-on-Managing-Sovereign-Debt-Portfolio-Risks-45746> (дата звернення: 18.02.2022).

⁸ Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS). *The World Bank*. URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/mtds> (дата звернення: 15.08.2022).

⁹ Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2021—2024 роки. *Міністерство фінансів України*. URL: <https://mof.gov.ua/uk/osnovna-informacija> (дата звернення: 12.03.2022).

підлягає управлінню з боку органів державного управління), її структуру, перелік інструментів мобілізації ресурсу, що застосовуватимуться при реалізації боргової політики, вимоги щодо державного регулювання боргових операцій та їх дотримання, а також оцінити результативність управління державним боргом, виявити невирішені проблеми і недоліки управління державною заборгованістю, встановити причини їх допущення, запропонувати механізми підвищення результативності боргової політики в наступні періоди. Особливого значення набувають питання щодо взяття за основу базового положення стосовно змісту державного боргу. Його чіткого визначення в Стратегії не наводиться, проте за основу фактично взято боргові зобов'язання, розміщення яких здійснюється в межах державного бюджету. Виходячи з положень Стратегії можна дійти висновку, що державний борг зводиться до заборгованості центрального уряду, а не сектору загального державного управління в цілому. Тим самим не враховуються обсяги боргів місцевих органів державного управління, а також державних соціальних фондів (зокрема, Пенсійного фонду України). Крім того, не слід забувати, що за основу розроблення середньострокових стратегій управління державним боргом в Україні взято загальні концептуальні положення, які потребують уточнення з урахуванням рекомендацій ЄС (для нас як кандидата у члени), а також проведення фінансових операцій у період війни і запровадження воєнного стану.

У ЄС рекомендовано при управлінні державним боргом за основу брати борг сектору загального державного управління, а не окремих його складових. Водночас у державах-членах використовують різні підходи. Зокрема, у Польщі при розробленні стратегії управління державним боргом за основу визначення показників публічного боргу взято заборгованість державного бюджету, зменшену на величину ліквідних активів, що перебувають в управлінні центрального уряду. Таким чином, показники державного боргу призначені для внутрішнього користування. При цьому для надання інформації щодо його обсягів і структури, за рекомендаціями ЄС, наводяться показники заборгованості сектору загального державного управління¹⁰.

Досить важливим є визначення мети боргової політики, її цілей і завдань, що потребують вирішення протягом прийнятого періоду. У Середньостроковій стратегії на 2021—2024 роки головна мета управління державним боргом зводиться до «залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків» (с. 1). Таке положення не можна вважати достатнім як з концептуальної, так і з практичної точки зору (використання в практиці державного управління), адже залишається невизначеним, що мається на увазі під «необхідним фінансуванням». Крім того, управління боргом не обмежується лише залученням ресурсу. До його завдань відносяться також операції погашення й обслуговування фінансових зобов'язань, що виникають на основі розміщення боргових інструментів. Важливого

¹⁰ The Public Finance Sector. Debt Management Strategy in the years 2019—2022. *Ministry of Finance Poland*. September 2018. P. 3—5. URL: https://www.google.com/search?q=The+Public+Finance+Sector.+Debt+Management+Strategy+in+Years+2019-2022.+Ministry+of+Finance+Poland+2018&rlz=1C1CHZN_ukUA976UA976&oeq=The+Public+Finance+Sector.+Debt+Management+Strategy+in+Years+2019-2022.+Ministry+of+Finance+Poland+2018&aqs=chrome..69i57j133lJ0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8 (дата звернення: 12.03.2022).

значення набувають також питання врахування прийнятих строків управління боргом.

Цілі управління державним боргом розробляються з огляду на потреби уряду в забезпеченні фінансування ухвалених програм, погашення боргових зобов'язань за умов утримання найнижчого рівня витрат (на їх погашення й обслуговування) протягом середньострокового періоду (що відповідає дотриманню допустимого (раціонального) ступеня ризику). За визначенням науковців, метою управління державним боргом є досягнення найбільш низького рівня витрат на його фінансування протягом середньострокового періоду з урахуванням визначених ризиків. Зокрема, емісія боргових цінних паперів має здійснюватися за широким діапазоном строків погашення на основі використання оцінок інвесторів [10].

Визначення мети управління державним боргом, що міститься в Стратегії, потребує уточнення, оскільки вона повинна передбачати залучення ресурсу для вирішення конкретних завдань, а саме:

- забезпечення мобілізації ресурсів для фінансування прийнятих державних програм, не перекритих неборговими активами (профіцит бюджету, надходження від приватизації, проведення активних операцій тощо);
- погашення боргових зобов'язань (згідно із строками, механізмами і показниками, визначеними при їх розміщенні);
- прийняття і дотримання умов обслуговування запозичень;
- проведення рефінансування непогашених боргових заборгованостей (у разі такої необхідності);
- упровадження програм реструктуризації запозичень (у разі їх прийняття і реалізації).

Що ж стосується «залучення необхідного фінансування за найнижчої можливої вартості з урахуванням ризиків», то таке положення відноситься не до мети, а до умов (обмежень), за яких здійснюються заходи щодо її досягнення. Боргові менеджери (у нас це — Боргове агентство України) мають дотримуватися прийнятих показників дохідності державних запозичень. Такі показники визначаються на основі врахування ризиків здійснення боргових операцій (у сфері як мобілізації ресурсу, так і його використання при погашенні та рефінансуванні позик). Важливим є й те, що мета визначається не на короткостроковий, а на середньо- і довгостроковий періоди.

Таким чином, визначення мети управління державним боргом передбачає вирішення декількох завдань: 1) мобілізації ресурсу для забезпечення фінансування прийнятих урядових програм, погашення зобов'язань щодо розміщених запозичень (у поточному і попередніх періодах); 2) здійснення залучення ресурсу з найменшими витратами (показники яких розраховуються не на короткостроковий, а на середньо- і довгостроковий періоди); 3) проведення таких операцій має відбуватися за умов допущення найбільш прийнятних ризиків.

У Бюджетному кодексі України (ст. 2) фіскальні ризики зводяться до чинників, які можуть призводити до зменшення надходжень у бюджет або необхідності збільшення витрат унаслідок зростання порівняно з плановими показниками бюджетного дефіциту і державного (місцевого) боргу. Проте для вирішення завдань управління державним боргом таке визначення потребує конкретизації.

Фіскальний ризик визначається науковцями як можливість відхилення результатів проведення операцій у фіскальній сфері від прогнозованих або запланованих показників. Загострення фіскальних ризиків пов'язане з негативними змінами макроекономічних параметрів, зокрема, динаміки економічного зростання, темпів інфляції, обмінних курсів і відсоткових ставок. Важливого значення набувають також питання розширення умовних зобов'язань — явних (визначених законодавством чи контрактом, зокрема, наданням гарантій) і неявних (обумовлених очікуванням прийняття нових зобов'язань з боку органів державного управління), до яких належить надання державної допомоги банківському сектору або державним установам¹¹.

Мета управління державним боргом націлює на вирішення завдань у різних аспектах. Мобілізація ресурсу потребує прийняття рішень стосовно розміщення запозичень. При цьому виникає потреба в урахуванні ризиків їх проведення. У разі виявлення високих їх рівнів доцільно розглянути ризики заміни боргового фінансування використанням інших джерел (профіциту бюджету, надходжень від приватизації державного майна, активних операцій у рамках бюджетної системи тощо). У разі прийняття рішення щодо залучення ресурсу шляхом задіяння боргових інструментів виникають питання вибору джерел фінансування (внутрішні, зовнішні, змішані), механізмів розміщення (боргові цінні папери, кредити, пільгове фінансування), інструментів (державні облигації — з розміщенням на внутрішньому і зовнішньому фінансових ринках, кредити — від національних фінансових установ, міжнародних фінансових організацій, іноземних держав, іноземних банків), термінів погашення боргових зобов'язань (коротко-, середньо- або довгострокові), вибору видів відсоткових ставок і валют погашення.

Державний борговий портфель являє собою комбінацію боргових інструментів з урахуванням їх валютної складової і відсоткових ставок. До завдань органів державного управління відноситься ухвалення оптимального портфеля боргу для виконання поставлених цілей. Визначається співвідношення між досягненням запланованих результатів (на підставі аналізу ризиків портфеля) і витратами, пов'язаними із забезпеченням їх реалізації. Борговий портфель має формуватися на основі таких показників: джерела залучення ресурсу (внутрішні, зовнішні), види позик (ринкові, пільгові), терміни погашення зобов'язань (коротко-, середньо- чи довгострокові). Для оцінювання ризиків проводяться стрес-тести боргового портфеля (економічних і фінансових потрясінь) для врахування впливів на фінансову політику уряду. Ідеться про такі ризики: допущення дефолту (неможливість погашення позик), ускладнення розміщення зобов'язань (за прийнятими умовами), допущення високого тиску на бюджет з обслуговування позик, виникнення необхідності рефінансування запозичень. Основні складові боргового портфеля наведено в табл. 1.

Досягнення ухваленої мети з проведення боргової політики доцільно поділити на окремі проекти (залучення ресурсу для фінансування інфраструктури, для погашення заборгованості за взятими запозиченнями, вирі-

¹¹ Fiscal Risks — Sources, Disclosure, and Management. IMF Fiscal Affairs Department. 2008. May 21. P. 4—6. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/052108.pdf>

Таблиця 1. Складові державного боргового портфеля

Боргові операції	Інструменти	Джерела фінансування	Терміни операцій	Валюта	Ставки обслуговування
Розміщення боргових цінних паперів	ОВДП	Внутрішні, зовнішні	Коротко-, середньо- і довгострокові	Національна, іноземна	Фіксована, ринкова
Залучення кредитів	ОЗДП Кредитні угоди	Зовнішні Внутрішні, зовнішні	Коротко-, середньо- і довгострокові	Іноземна Національна, іноземна	Одноразові платежі, періодичні платежі
Погашення позик	За борговими цінними паперами, за отриманими кредитами	»	Коротко-, середньо- і довгострокові періоди. Одноразові, періодичні виплати	Те саме	Фіксовані, ринкові, безвідсоткові
Обслуговування запозичень	ОВДП	Внутрішні	Коротко-, середньо- і довгострокові	»	Фіксовані, ринкові
Рефінансування погашення і обслуговування позик	ОЗДП	»	Середньо- і довгострокові	Іноземна	»
Списання заборгованості	Розміщення нових боргових цінних паперів, проведення реструктуризації позик Анулювання заборгованості, відмова від її погашення і обслуговування	Внутрішні, зовнішні	Прийняття нових ставок	Національна, іноземна	Прийняття нових ставок
		Внутрішні, зовнішні позики	—	Те саме	—

Джерело: розроблено автором.

шення інших завдань). Для кожного проекту фінансування слід розробити борговий портфель, який урахував би можливі ризики залучення ресурсу й упровадження структури боргових запозичень (за валютною складовою, набором інструментів, термінами погашення зобов'язань і ставками обслуговування боргу). З метою формування загального кредитного портфеля для України доцільно розробити і прийняти консолідований портфель боргового забезпечення ресурсу для вирішення поставлених перед органами державного управління завдань. Особливу увагу слід приділяти ризикам використання запозичень з іноземною валютою, короткостроковій заборгованості, інструментам з плаваючою ставкою.

Стратегічні цілі управління державним боргом розглядаються науковцями як формування найбільш прийняттого державного боргового портфеля, що приймається на основі оцінювання витрат і ризиків. Управління портфелем державних боргових зобов'язань спрямоване на мінімізацію витрат із залучення, погашення й обслуговування боргу з урахуванням змін відсоткових ставок, обмінних курсів і ринкових цін¹².

Зокрема, Стратегічні цілі управління державним боргом, що прийняті, наприклад, у Словенії, включають¹³:

- забезпечення достатнього і своєчасного фінансування центрального бюджету;
- мінімізацію довгострокових витрат з фінансування (за умов утримання прийнятних ризиків рефінансування, валютних, відсоткових та інших ризиків);
- проведення операцій з дотриманням ринкових принципів;
- розширення бази інвесторів і забезпечення постійного доступу до джерел фінансування;
- підвищення ліквідності цінних паперів центрального уряду і розвиток вторинного ринку.

Визначають і другорядні цілі, наприклад, підтримку розвитку ринку внутрішнього боргу, недопущення посилення ефекту витіснення інвестицій, стримування зростання показників бюджетного дефіциту (дотримання фіскальних правил).

В Україні до цілей Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021—2024 роки віднесено: збільшення частки державного боргу в національній валюті, продовження середнього терміну погашення запозичень, забезпечення рівномірного графіка його проведення, залучення довгострокового пільгового фінансування, продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами і подальше вдосконалення політики управління державним боргом. Проте для збільшення частки державної заборгованості в національній валюті (у її загальному обсягу) необхідно вирішити цілий ряд проблем, зокрема, забезпечити зростання мобілізації ресурсу з внутрішнього фінансового ринку (номінованого в національній валюті). Для цього необхідно передбачити запровадження механізмів збільшення залучення ресурсу

¹² Guidelines for Public Debt Management. *International Monetary Fund*. 2001. Mar 21. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm#4-1> (дата звернення: 23.05.2022).

¹³ Borrowing and state budget debt management. *Republic of Slovenia Gov.SI*. 2022. URL: <https://www.gov.si/en/topics/borrowing-and-state-budget-debt-management/> (дата звернення: 23.08.2022).

з боку приватного сектору і домогосподарств, які мають забезпечити зростання їх схильності до вкладень у державні боргові інструменти, упровадити додаткові гарантії їх збереження й накопичення. Важливого значення при цьому набувають питання використання залученого ресурсу. У випадках, коли він направляється на економічне зростання і вирішення соціальних завдань (створення і модернізацію соціальної інфраструктури), такі проекти одержують належну підтримку від інвесторів. Водночас дані заходи не повинні посилювати ефект витіснення внутрішніх інвестицій.

Середньострокова стратегія управління державним боргом України на 2021—2024 роки потребує певних змін. Її положення (прийняті у 2021 р.) не враховують викликів, які з'явилися внаслідок війни РФ проти нашої країни. Їх впливи виявилися настільки значними, що вимагають внесення змін до концептуальних положень Стратегії. За умов руйнування і знищення критичної інфраструктури, проведення релокації підприємств, скорочення робочих місць і міграції частини робочої сили (у західні регіони або за кордон) має місце значне зменшення надходжень у державні фонди. Водночас державні фінанси повинні взяти на себе основний тягар покриття дедалі зростаючих витрат, щоб не допустити руйнування критичної інфраструктури, забезпечити нарощування обороноздатності, підтримати ділову активність, вирішити соціальні завдання. За таких умов необхідно впровадити надзвичайні механізми формування необхідних для їх фінансування ресурсів. Важливим напрямом досягнення цього стала вимушена активізація залучення ресурсу шляхом розширення використання боргових інструментів. Такі зміни не були (та й не могли бути) передбачені Стратегією.

Згідно з макроекономічними припущеннями (табл. 2), що містяться в Стратегії, у 2022—2024 рр. передбачалося значне зниження показників дефі-

Таблиця 2. Макроекономічні й фінансові припущення щодо 2021—2024 рр.

Припущення	2021	2022	2023	2024
Дефіцит державного бюджету, % ВВП	5,5	3,5	3,0	2,7
Надходження від приватизації, млрд грн	12,0	8,0	8,0	5,0
Державний борг				
млрд грн	2564,9	2729,3	2908,3	3123,6
млрд дол.	87,4	95,1	100,6	106,2
% до ВВП	56,9	50,8	48,5	47,0
Внутрішній державний борг				
млрд грн	1183,9	1287,6	1420,4	1665,2
млрд дол.	40,0	44,9	49,1	56,6
% до ВВП	26,3	24,0	23,7	25,0
Зовнішній державний борг				
млрд грн	1381,0	1441,6	1487,9	1458,4
млрд дол.	47,4	50,2	51,5	49,6
% до ВВП	30,6	26,8	24,8	21,9

Джерело: Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2021—2024 роки. Постанова Кабінету Міністрів України № 1291 від 09.12.2021 р. (с. 20). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1291-2021-%D0%BF#Text>

циту державного бюджету і державного боргу України відносно ВВП. При цьому допускалося помірне збільшення величини заборгованості, номінованої у національній валюті й доларах. Таке зростання мало досягатися за рахунок його внутрішньої складової (з 2021 до 2024 р. — на 21,78%), водночас його частка відносно ВВП повинна була зменшуватися. Що ж стосується зовнішнього боргу, то передбачалося досягнення незначного зростання його номінальних показників (у національній валюті — на 5,60%) і зниження його рівня відносно ВВП.

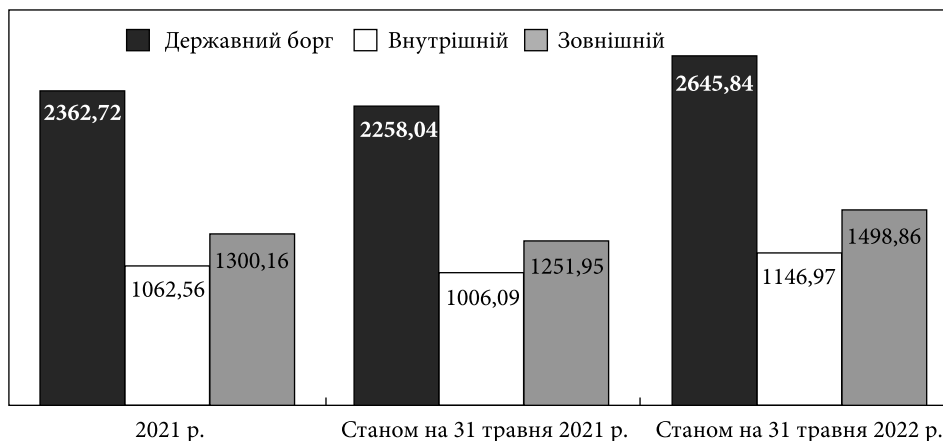
Проте воєнне вторгнення РФ призвело до необхідності врахування нових викликів і загроз та вирішення завдань, які не були передбачені Стратегією. Внаслідок посилення невизначеності щодо мобілізації доходів у державний бюджет для фінансового забезпечення зрослих видатків необхідним є залучення додаткового ресурсу. Стали використовуватися буфери ліквідності, що були створені до війни (виділення спеціальних прав запозичень у 2021 р.), що допомогло забезпечити покриття витрат у короткостроковому періоді. Крім того, було прийняте рішення щодо розширення запозичень і залучення додаткового ресурсу від вітчизняних фінансових установ.

За визначенням Міністра фінансів України, основним викликом перед національною фінансовою системою є збільшення видатків на оборону з одночасним зменшенням через війну податкових надходжень. Отже, єдиний шлях — залучення додаткового фінансування, для чого проводяться переговори з МВФ щодо впровадження нової кредитної програми, метою якої є забезпечення достатнього фінансування державного бюджету у 2023 р. Пріоритетами державного бюджету на 2023 р. будуть фінансування армії, підтримка населення і збереження макрофінансової стабільності¹⁴.

Для збільшення ресурсної бази під час війни наголос зроблено на використанні накопичених у довоєнний період резервів, розширенні запозичень (шляхом залучення коштів, зосереджених у національній банківській системі, і мобілізації заощаджень громадян), отриманні допомоги від міжнародних фінансових організацій та іноземних держав-партнерів. Що ж стосується залучення ресурсу з міжнародних фінансових ринків, то воно значно ускладнилось, а тому виникла необхідність у покращенні привабливості українських облігацій і отриманні гарантій від зарубіжних партнерів для підвищення кредитоспроможності України.

Нині боргове фінансування в Україні відзначається певними особливостями. Так, з боку НБУ використовувалося неринкове фінансування бюджету (здійснювалася монетизація дефіциту державного бюджету). Ці операції було здійснено в березні 2022 р. на суму 20 млрд грн, у квітні й травні — по 50 млрд грн. і у червні — 106 млрд грн. Водночас за умов різкого підвищення облікової ставки НБУ дохідність ОВДП перестала відповідати показникам ринкової вартості гривневих ресурсів. При цьому українські комерційні банки мали достатній запас ліквідності для здійснення інвестицій у ОВДП, проте їх активність стримувалася низькою дохідністю воєнних облігацій.

¹⁴ Сергій Марченко для Wall Street Journal: Підтримка міжнародних партнерів пришвидшує перемогу України. *Міністерство фінансів України*. 2022. 15 сер. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/sergii_marchenko_dlia_wall_street_journal_pidtrimka_mizhnarodnikh_partneriv_prishvidshuie_peremogu_ukraini-3559 (дата звернення: 20.08.2022).



Державний борг України та його складові у 2021 і 2022 рр., млрд грн

Джерело: Державний та гарантований державою борг України станом на 31.05.2022 р. Міністерство фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg> (дата звернення: 27.08.2022).

Пропонувалося прийняти рішення стосовно її підвищення, що розглядалось як фактор зменшення фінансування бюджету з боку НБУ, а це мало сприяти зниженню ризиків цінової та фінансової стабільності^{15, 16}.

Залучення коштів з внутрішнього фінансового ринку здійснюється шляхом розміщення ОВДП. Їх обсяги з 24 лютого по 27 липня 2022 р. зросли на 22,22%. Інвесторами в облігації стали НБУ, банки, юридичні й фізичні особи, територіальні громади і нерезиденти. Переважна частина боргового фінансування надходила від НБУ і банків. При цьому їх участь зростала порівняно з показниками, досягнутими у довоєнний час (за значного збільшення частки НБУ і незначного скорочення банків), натомість, залучення ресурсу від юридичних осіб і нерезидентів зменшувалося¹⁷.

Відхилення доходності державних облігацій від очікувань інвесторів стало фактором зменшення активності недержавних вкладників. Умови залучення позик з національного фінансового ринку для уряду стануть більш складними через тиск таких рішень на їх доходність. Такі рішення, у свою чергу, призведуть до посилення ефектів витіснення, що стане фактором стримування ділової активності й, відповідно, зменшення бюджетних надходжень.

Протягом аналізованого періоду показники державного боргу мали тенденцію до зростання. У 2022 р. (станом на 31 травня) величина державної заборгованості перевищила не лише відповідний показник 2021 р., а й обсяги 2021 р. в цілому. При цьому зростання відбувалося за розширення як внутрішньої, так і зовнішньої заборгованості. Водночас зовнішній борг збіль-

¹⁵ Звіт про фінансову стабільність. Червень 2022 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2022-H1.pdf?v=4 (дата звернення: 17.06.2022).

¹⁶ Щомісячний макроекономічний та монетарний огляд. Червень 2022 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MM_2022-06.pdf?v=4 (дата звернення: 17.06.2022).

¹⁷ ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу (станом на 27.07.2022 р.). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення: 27.07.2022).

шувався швидше, ніж внутрішній (за минулі місяці 2022 р. внутрішні запозичення зросли порівняно з відповідним періодом попереднього року на 14%, а зовнішні — на 19,72%).

Досить важливого значення набувають питання встановлення термінів розміщення державних запозичень. Наприклад, у Канаді вносяться зміни до стратегії управління державним боргом, зокрема, прийнято курс на зменшення випусків коротко- і середньострокових зобов'язань з метою посилення передбачуваності витрат на фінансування державного боргу. Короткострокові боргові інструменти (частка яких є досить високою в борговому портфелі) підлягають заміщенню довгостроковими зобов'язаннями (зокрема, 50-річними облігаціями). Такі зобов'язання розміщуються з нижчою дохідністю. Збільшення частки довгострокових облігацій у складі портфеля державного боргу також є фактором покращення управління пролонгацією боргових зобов'язань¹⁸.

Формально в Україні допустимий (граничний) рівень державного (місцевого) і гарантованого державою боргу визначається прийнятими фіскальними правилами (ст. 18 Бюджетного кодексу України). Проте слід звернути увагу на вимогу, що такий рівень має досягатися «на кінець бюджетного періоду», тобто щороку (а не протягом середньострокового періоду). Відсутнє також визначення процедур відновлення допущених відхилень від таких вимог. Є лише положення, що в разі очікуваного перевищення таких показників уряд має отримати дозвіл з боку парламенту, а також подати план заходів щодо їх відновлення. Проте не визначено бюджетні процедури вирішення таких завдань.

Чинна Стратегія потребує перегляду з урахуванням тих змін, що викликані війною та її впливами на економічний, фінансовий і соціальний розвиток країни. У першу чергу необхідно визначити довгострокові завдання управління державним боргом (з урахуванням подолання наслідків нападу РФ на нашу країну). Для цього слід передбачати декілька етапів, які при застосуванні набору механізмів з досягнення прийнятих цілей після завершення довгострокового періоду матимуть значні відмінності. На кожному з етапів вирішення завдань державної заборгованості необхідно визначити цілі (в межах Довгострокової стратегії у цілому), а також застосовувати механізми їх досягнення.

Перший етап має охоплювати період забезпечення фінансування заходів протидії активним воєнним наступам окупанта, який намагається зруйнувати критичну інфраструктуру з метою спричинення таких уражень, які б призвели до кризової ситуації щодо спроможності виконання критичних функцій і надання критичних послуг. На даному етапі відзначаються різкі негативні зміни в забезпеченні ресурсного потенціалу для підтримки стабільного стану державних фінансів за рахунок доходів, мобілізованих з неборгових джерел. Отже, зростає необхідність у заміщенні недоотриманих доходів шляхом розширення використання інших джерел, зокрема механізмів боргового фінансування. Такий період доцільно назвати етапом розши-

¹⁸ Update on the 2020-21 Debt Management Strategy. *Government of Canada*. URL: <https://www.budget.gc.ca/fes-eea/2020/report-rapport/anx2-en.html> (дата звернення: 02.04.2022).

рення боргової експансії та зовнішньої допомоги з метою вирішення завдань подолання впливів воєнної агресії РФ і утримання стійкого стану державних фінансів. Доцільним також є допущення виходу за межі фіскальних передбачених Бюджетним кодексом України (ст. 14, 18) правил щодо граничних показників бюджетного дефіциту і державного боргу. В рамках першого етапу Довгострокової стратегії слід визначити основні цілі та завдання утримання фінансової стійкості й механізми її забезпечення шляхом розширення боргового фінансування. Важливого значення набувають питання управління ризиками втрати спроможності державного бюджету в плані забезпечення фінансування поточних зобов'язань і видатків. Для недопущення досягнення його загрозливих показників центральний уряд повинен мати доступ до достатнього переліку ліквідних фінансових активів, використання яких надасть можливості для здійснення запозичень за умов дотримання раціональних витрат. З урахуванням зарубіжного досвіду необхідними є, з одного боку, накопичення резерву коштів для використання в таких ситуаціях, а з іншого — управління ліквідними активами для забезпечення генерування доходів у бюджеті (які компенсують витрати на утримання заданого рівня ліквідності)¹⁹.

На другому етапі слід вирішувати питання стабілізації державних фінансів за умов зменшення боргового фінансування. До його основних завдань належать: забезпечення достатніх ресурсів для розвитку країни за рахунок неборгових джерел і поступова переорієнтація боргового фінансування на підтримку інвестиційної та інноваційної діяльності. Згідно з Пактом про стабільність і зростання (Stability and Growth Pact), положення якого координують фіскальну політику держав — членів ЄС, їх уряди мають дотримуватися рекомендованих показників фіскальних правил щодо бюджетного дефіциту і державного боргу. Такі вимоги встановлено для утримання належної фінансової спроможності держави. Водночас фіскальні правила (модернізовані протягом останніх років) допускають проведення інвестиційної діяльності й структурних реформ, спрямованих на підтримку економічного зростання. У період розгортання боротьби з пандемією COVID-19 державам-членам на 2020—2021 рр. було дозволено (за умов забезпечення середньострокової стійкості боргу) тимчасово відступити від зазначених бюджетних обмежень. Проте ці вимоги не було повністю скасовано, і вони застосовувалися лише в зазначені періоди.

На третьому етапі боргове фінансування доцільно здійснювати лише в межах фіскальних правил, а мобілізовані ресурси направляти на підтримку інвестиційної та інноваційної діяльності й подолання наслідків надзвичайних ситуацій.

Згідно з Планом відновлення України, який було презентовано на конференції у Лугано, передбачено реалізацію 850 проектів на загальну суму

¹⁹ The Public Finance Sector. Debt Management Strategy in the years 2019—2022. *Ministry of Finance Poland*, September, 2018. P. 40. URL: https://www.google.com/search?q=The+Public+Finance+Sector.+Debt+Management+Strategy+in+Years+2019-2022.+Ministry+of+Finance+Poland+2018&rlz=1C1CHZN_ukUA976UA976&oq=The+Public+Finance+Sector.+Debt+Management+Strategy+in+Years+2019-2022.+Ministry+of+Finance+Poland+2018&aqs=chrome.0.69i59.1088j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8 (дата звернення: 02.04.2022).

750 млрд дол. Фінансування має здійснюватися для зміцнення безпеки й оборони (50 млрд дол.), забезпечення макрофіскальної стабільності (60—80 млрд дол.), відновлення і модернізації житла та інфраструктури (150—250 млрд дол.), відновлення і модернізації соціальної інфраструктури (35 млрд дол.), забезпечення енергетичної незалежності, підтримки «зеленого» курсу (130 млрд дол.) та інших важливих напрямів розвитку нашої країни²⁰.

Особливого значення набувають питання залучення ресурсів на основі розміщення запозичень. Для цього необхідно внести зміни до Стратегії і нормативних документів, що регламентують використання державних боргових механізмів (Бюджетного кодексу України, Програми управління державним боргом, положень про управління ризиками державного боргу, управління ризиками надання державних гарантій та ін.).

ВИСНОВКИ

Розв'язана РФ війна призвела до різкого загострення фіскальних ризиків, що викликало необхідність перегляду ключових положень стратегії управління державними фінансами. Унаслідок ускладнень формування доходів і різкого зростання публічних витрат виникла потреба в розширенні запозичень. Такі зміни не передбачалися Середньостроковою стратегією управління державним боргом на 2021—2024 роки, а тому прийняття рішень здійснювалося переважно на основі аналізу поточної, а не середньострокової ситуації. Отже, у нинішніх умовах в управлінні державними борговими зобов'язаннями слід застосовувати нові механізми та інструменти. Для уточнення концептуальних підходів зміст державного боргу пропонуємо звести до зобов'язань сектору загального державного управління. До мети управління державним боргом відносити завдання не лише мобілізації ресурсу, а й погашення запозичень, їх обслуговування, рефінансування і реструктуризації заборгованості. Для збільшення частки боргу в національній валюті необхідно впровадити нові механізми залучення ресурсу на внутрішньому ринку. У сфері мобілізації коштів із зовнішніх джерел (за ускладнення доступу до міжнародних фінансових ринків) виникла потреба в розширенні співпраці з міжнародними фінансовими організаціями на основі двосторонніх угод.

Для покращення управління державним боргом доцільно доповнити Стратегію впровадженням державного боргового портфеля, який міститиме комбінацію боргових інструментів і враховуватиме ризики досягнення поставлених завдань і витрати для їх забезпечення. Під час війни боргове фінансування з внутрішніх джерел здійснюється за недостатньої активності приватних інвесторів, тому переважна частина коштів надходить з банківської системи, наслідком чого стали посилення тенденції до зростання частки ОВДП у власності НБУ й банків і загострення ризиків фінансової нестабільності.

Отже, нагальним завданням є розроблення і прийняття нової стратегії управління державним боргом, яка має враховувати проблеми боргового фінансування в період війни і відновлення стабільного поступального розвит-

²⁰ Україна представила план відновлення країни — подробиці. *Слова і Діло*. 2022. 4 лип. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2022/07/04/novyna/suspilstvo/ukrayina-predstavyla-plan-vidnovlennya-krayiny-podrobyczy> (дата звернення: 27.07.2022).

ку України після її завершення. Для цього доцільно передбачити декілька етапів. На першому — розширити боргову експансію, забезпечити вихід за межі фіскальних правил, провести рефінансування позик і перекриття зовнішніх запозичень надходженнями від міжнародних фінансових організацій та інших донорів. На другому — мають вирішуватися питання стабілізації державних фінансів шляхом переходу від боргової експансії до утримання показників, визначених фіскальними правилами. Боргове фінансування має переорієнтуватися на підтримку інвестиційної та інноваційної діяльності. Водночас слід упровадити програми списання державного боргу і реструктуризації його не списаної частини. На третьому етапі застосування механізмів боргового фінансування доцільно здійснювати лише в межах фіскальних правил, а мобілізовані ресурси направляти на підтримку інвестиційної та інноваційної діяльності й подолання наслідків надзвичайних ситуацій.

З огляду на викладене, пропонуємо розробити і прийняти нову Середньострокову стратегію управління державним боргом, яка б урахувала виклики й ризики боргового фінансування в період війни і подолання її наслідків. Для цього доцільно уточнити концептуальні підходи і внести до Стратегії доповнення з урахуванням вирішення завдань управління державним боргом на різних етапах.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Кудряшов В.П. Бюджетний дефіцит і фінансування критичних послуг. *Економіка України*. 2021. № 6. С. 59—77. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.06.059>
2. Марченко С.М. Стратегічне управління державними фінансами: євроінтеграційний курс, міжнародні тренди, національні особливості. *Фінанси України*. 2022. № 1. С. 7—26. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.01.007>
3. Єфименко Т.І. Кризові трансформації соціально-економічних систем. *Фінанси України*. 2021. № 11. С. 7—20. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.11.007>
4. Гасанов С.С. Фіскальні правила і фіскальна відповідальність: контекст економічної безпеки. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 7—23. <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.007>
5. Богдан Т.П. Державний борг і позики під час війни та методи їх післявоєнного врегулювання. *Фінанси України*. 2022. № 4. С. 27—45. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.04.027>
6. Лютий І.О. Фінансова політика: сучасні виклики та суперечності реалізації в Україні. *Фінанси України*. 2020. № 5. С. 50—62. <https://doi.org/10.33763/finukr2020.05.050>
7. Blommestein H., Turne Ph. Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability. *BIS Papers*. No. 65. P. 213—237. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65l_rh.pdf
8. Eichengreen B., El-Ganainy A., Esteves R. et al. In Defense of Public Debt. Oxford University Press, 2021. URL: https://books.google.com.ua/books?id=QHs_EAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ru&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
9. Melecky M. Formulation of public debt management strategies: An empirical study of possible drivers. *Economic Systems*. 2012. Vol. 36 (2). P. 218—234. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2011.08.001>
10. Wolswijk G. Drivers of European public debt management. European Central Bank. *Working Paper Series*. 2020. No. 2437. P. 2—4. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2437~32efaaf1fe.en.pdf>

Надійшла 26.07.2022

Прорецензована 15.08.2022

Доопрацьована 23.08.2022

Підписана до друку 30.08.2022

REFERENCES

1. Kudryashov V. Budget deficit and financing of critical services. *Economy of Ukraine*, 2021, No. 6, pp. 59-77. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.06.059> [in Ukrainian].
2. Marchenko S. Strategic public finance governance: European integration course, international trends, national peculiarities. *Finance of Ukraine*, 2022, No. 1, pp. 7-26. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.01.007> [in Ukrainian].
3. Iefymenko T. Crisis transformations of socio-economic systems. *Finance of Ukraine*, 2021, No. 11, pp. 7-20. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.11.007> [in Ukrainian].
4. Gasanov S. Fiscal rules and fiscal responsibility: economic security context. *Finance of Ukraine*, 2018, No. 3, pp. 7-23. <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.007> [in Ukrainian].
5. Bohdan T. Public debt and loans during the war and methods of their post-war adjustment. *Finance of Ukraine*, 2022, No. 4, pp. 27-45. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.04.027> [in Ukrainian].
6. Ljutyj I. Financial policy: modern challenges and contradictions of implementation in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2020, No. 5, pp. 50-62. <https://doi.org/10.33763/finukr2020.05.050> [in Ukrainian].
7. Blommestein H., Turne Ph. Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability. *BIS Papers*, No. 65, pp. 213-237, available at: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap651_rh.pdf
8. Eichengreen B., El-Ganainy A., Esteves R. et al. In Defense of Public Debt. Oxford University Press, 2021, available at: https://books.google.com.ua/books?id=QHs_EAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ru&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
9. Melecky M. Formulation of public debt management strategies: An empirical study of possible drivers. *Economic Systems*, 2012, Vol. 36 (2), pp. 218-234. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2011.08.001>
10. Wolswijk G. Drivers of European public debt management. *European Central Bank. Working Paper Series*, 2020, No. 2437, pp. 2-4, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2437~32efaaf1fe.en.pdf>

Received on July 26, 2022

Reviewed on August 15, 2022

Revised on August 23, 2022

Signed for printing on August 30, 2022

Vasyl Kudryashov, Dr. Sci. (Econ.), Prof.,
Head of the Department of Public Finance Management
Academy of Financial Management
38, Druzhby Narodiv Blvd., Kyiv, 01014, Ukraine

STRATEGIC PRINCIPLES
OF PUBLIC DEBT MANAGEMENT

The war waged by the Russian Federation against Ukraine led to a sharp rise in the risks of revenue mobilization and increase in expenditures. The need to attract significant amounts of additional resources, in particular, by expanding borrowing has arisen. A significant increase in debt financing was not foreseen in the medium-term plans, which complicates management decision making during the war. At the same time, debt financing from internal sources is carried out with insufficient activity of private investors. As a result, a tendency towards an increase in the share of domestic government loan bonds owned by the National Bank of Ukraine and banks strengthened, leading to aggravation of financial stability risks. The need to introduce significant changes to the management of public debt obligations, first of all, to update strategic approaches that would involve solving not only current problems, but also those emerging in long- and medium-term perspective, became apparent. To this end, it is necessary to determine

the principles of the public debt management strategy not only during the war, but also in the post-war period, to substantiate proposals and recommendations on introducing changes for its implementation.

A new Public Debt Management Strategy should be aimed both at financing measures to counter Russian aggression, and at stabilizing the economy in the post-war period and resuming the country's progressive development. For this purpose, it is proposed to envisage several stages of solving the following tasks: i) enlargement of debt expansion, ii) stabilization of public finance, iii) return to the use of fiscal rules, reorientation to economic growth support and financing appropriate measures in emergency situations.

When developing the Strategy, the content of the public debt, the purpose of debt management, its goals and objectives should be clarified. It is suggested to supplement it with public debt portfolio (that will reflect a combination of debt instruments taking into account the risks of their implementation), to change the mechanisms of resource mobilization, repayment and servicing of loans, and to restructure and refinance them.

Keywords: *public debt; government borrowing; debt instruments; critical infrastructure; sustainability of public finance; debt restructuring; refinancing of debt obligations.*