

Рада Національного банку України

Р І Ш Е Н Н Я

31 жовтня 2017 року

м. Київ

№ 49-рд

**Про вплив політики державних запозичень та податкової політики
на стан грошово-кредитної сфери України**

Рада Національного банку України **вирішила:**

1. Узяти до відома інформацію Правління Національного банку України щодо впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України.

2. Схвалити доопрацьовані з урахуванням результатів обговорення рекомендації Кабінету Міністрів України та Правлінню Національного банку України щодо впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України, що додаються.

3. Рішення набирає чинності з дня його прийняття.

Голова Ради

Б. М. Данилишин

Інд. 10

СХВАЛЕНО

Рішенням Ради

Національного банку України

31 жовтня 2017 року № 49-рд

**Рекомендації Ради Національного банку України
Кабінету Міністрів України та Правлінню Національного банку
України щодо впливу політики державних запозичень та податкової
політики на стан грошово-кредитної сфери України**

Відповідно до статті 9 Закону України “Про Національний банк України” Рада Національного банку України (далі – Рада Національного банку) уносить рекомендації Кабінету Міністрів України та Правлінню Національного банку України щодо впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України. З цією метою Рада Національного банку взяла до відома відповідну інформацію Правління Національного банку України та на підставі аналізу широкого спектра питань, що стосуються зазначеної сфери, у тому числі довгострокових тенденцій (про основні з яких зазначено нижче), розробила відповідні рекомендації Кабінету Міністрів України.

Державний і гарантований державою борг України

Обсяг державного та гарантованого державою боргу (у гривневому еквіваленті) до фінансово-економічної кризи 2008 – 2009 років за сприятливих макроекономічних умов змінювався у порівняно вузькому діапазоні (від близько 73 млрд. грн. до 90 млрд. грн.). Натомість після світової кризи сформувалася тенденція до його стійкого збільшення, темпи якого суттєво прискорювалися в умовах девальвації гривні.

Зокрема зростання у 2016 році обсягу державного та гарантованого державою боргу пов'язано не лише з девальвацією національної валюти, а й із забезпеченням фінансування дефіциту державного бюджету, капіталізацією державних банків, у тому числі у зв'язку з переходом у державну власність ПУБЛІЧНОГО АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА КОМЕРЦІЙНОГО БАНКУ "ПРИВАТБАНК", та наданням кредиту ФГВФО.

Безпечним (пороговим) є такий рівень боргу, який дає змогу державі самотійно (без допомоги міжнародних фінансових організацій чи інших суб'єктів), своєчасно та в повному обсязі виконувати свої боргові зобов'язання, не вдаючись до проведення реструктуризації цих зобов'язань чи оголошення дефолту та здійснювати державні запозичення на ринках капіталу за прийнятними відсотковими ставками. Згідно зі статтею 18 Бюджетного кодексу України загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% річного номінального обсягу валового внутрішнього продукту України. За підсумками 2016 року рівень державного та гарантованого державою боргу зріс до 81.0% ВВП із 79.1% ВВП у 2015 році. Таким чином, зберігалось перевищення граничного обмеження загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу.

У поточному році завдяки проведенню стриманої бюджетної політики спостерігається призупинення тенденції щодо збільшення державного боргу. Станом на початок вересня 2017 року загальна сума державного та гарантованого державою боргу на тлі значних обсягів випуску ОВДП на квазіфіскальні потреби та надходження коштів від міжнародних партнерів збільшилася до 1 958.4 млрд. грн., або 76.6 млрд. дол. США з 1 929.8 станом на початок року. Майже 70% боргу залучено за фіксованою ставкою.

В умовах сповільнення приросту державного боргу в поточному році накопичено безпрецедентно значні обсяги бюджетних коштів на єдиному казначейському рахунку в Національному банку України. Так, станом на початок жовтня 2017 року загальний обсяг таких коштів сягнув 60 млрд. грн., тоді як на початку жовтня минулого року становив 13.5 млрд. грн. У попередні роки такі

накопичення традиційно витрачалися наприкінці року, що супроводжувалося суттєвим вливанням ліквідності в банківську систему, яке зумовлювало девальваційний та інфляційний тиск на гривню. Тому зазначені кошти мають витрачатися рівномірно та поступово для того, щоб не розбалансувати грошово-кредитний ринок і не створювати додаткові девальваційні та інфляційні ризики у зв'язку зі стрімким збільшенням пропозиції коштів.

Такі суттєві обсяги коштів вдалося накопичити, зокрема за рахунок профіциту місцевих бюджетів, який за вісім місяців 2017 року становив 30.5 млрд. грн. Місцеві органи влади після реформи міжбюджетних відносин отримали більше самостійності в управлінні бюджетами. Однак з огляду на значні накопичення наразі загострюється питання щодо ефективності та результативності такого управління, адже кошти мають спрямовуватися на стимулювання економічного зростання. Поширеною є практика розміщення коштів місцевих бюджетів на депозитах банків. Станом на початок жовтня залишок коштів місцевих бюджетів, розміщених на вкладних (депозитних) рахунках у банках, становив майже 15 млрд. грн.

Масштабність державних запозичень робить їх відчутним чинником впливу на ситуацію в різних секторах економіки України, у тому числі – монетарній сфері. Отже, врахування цього впливу є суттєвим для забезпечення ефективності самої політики запозичень, а також запобігання ймовірним ризикам, які ця політика може формувати. Актуальність такого завдання підтверджується тим, що необхідні нині прагматичні підходи до бюджетної політики диктують необхідність переходу від пасивного боргового фінансування дефіциту бюджету до активного впливу на реалізацію стратегічних орієнтирів розвитку та структурної модернізації національної економіки, що перетворює політику державних запозичень з технічного фіскального механізму на повномірну складову макроекономічної політики.

Структура державного боргу України. Зовнішній і внутрішній борг. Згідно з аналізом динаміки державного та гарантованого державою боргу зовнішні запозичення традиційно є основним джерелом залучення коштів

державою – питома вага зовнішнього державного боргу України історично становить більше половини обсягу загального державного боргу. Після фінансово-економічної кризи 2008 – 2009 років спостерігалось певне зниження частки зовнішнього боргу до рівня частки внутрішнього боргу в кінці 2013 року. Після цього питома вага зовнішнього боргу зростала, у тому числі через вплив курсового чинника та залучення коштів від міжнародних організацій, до її стабілізації в поточному році на рівні близько 57% обсягу державного боргу (станом на початок вересня).

У короткостроковому періоді додатне сальдо зовнішніх державних запозичень позитивно впливало на платіжний баланс України в частині формування додатного сальдо фінансового рахунку, виступало однією з детермінант курсової стабільності національної валюти, а також дало змогу збільшити міжнародні резерви України. Їх обсяг станом на початок жовтня 2017 року становив 18.6 млрд. дол. США (в еквіваленті), що на 20% більше ніж на початку року. Такий обсяг міжнародних резервів покриває 3.7 місяця майбутнього імпорту і є достатнім для виконання зобов'язань України та поточних операцій Уряду України та Національного банку України. Достатній рівень міжнародних резервів є стабілізуючим захисним механізмом фінансової системи та економіки держави для нівелювання впливу зовнішніх шоків.

Залучення зовнішніх запозичень у короткостроковому періоді не лише не завдає негативного впливу на параметри національної грошово-кредитної політики, а навпаки у зв'язку зі збільшенням пропозиції на валютному ринку може розглядатись як чинник курсової стабілізації гривні. Ураховуючи, що курсова динаміка є суттєвим чинником впливу на інфляційні очікування та імпорту інфляції, можна констатувати, що зовнішні запозичення містять також антиінфляційний потенціал, що в умовах інфляційного таргетування розширює можливості Національного банку України до проведення гнучкої монетарної політики, сприятливої для економічного зростання, одним із найважливіших чинників якого є цінова стабільність у державі.

Водночас слід ураховувати, що в середньо- та довгостроковій перспективі зовнішні запозичення можуть зумовлювати посилення відпливу коштів за кордон у вигляді обслуговування зобов'язань щодо зовнішнього боргу, а надалі і його повернення, що, як засвідчує досвід багатьох країн світу (зокрема країн Латинської Америки), матиме негативний вплив на платіжний баланс, а отже, – і валютний курс. Девальвація збільшує суму зовнішнього боргу під час його перерахування в національну валюту України та здорожує обслуговування зовнішнього державного боргу. Фактично зовнішні запозичення формують відкладену “депресивну пастку”. Адже вилучені фіскальними засобами для обслуговування та повернення боргу кошти втрачаються для внутрішнього ринку, що працює як гальмівний чинник для економіки, посилюються гальмівні впливи з боку фіскальної політики. Також слід зазначити, що частка ВВП, яка використовується на погашення і обслуговування зовнішнього боргу, вилучається із продуктивного використання для потреб розвитку національної економіки.

Одним із ключових питань політики запозичень є визначення оптимального співвідношення запозичень на внутрішніх і зовнішніх ринках. Очевидно, що таке співвідношення має диктуватися не лише порівнянням вартості позичкових ресурсів, але й врахуванням розгалуженого макроекономічного ефекту обраного типу фінансування дефіциту. Наразі зазначене співвідношення є вельми мінливим, на що впливають як політика запозичень, так і зміна гривневої вартості зовнішнього боргу через курсові чинники.

Водночас необхідно враховувати державні запозичення в іноземній валюті, здійснені на внутрішньому ринку. Загалом частка державного та гарантованого державного боргу України, номінованого в іноземній валюті, згідно з попередніми оцінками на кінець 2017 року може зрости до 71.1% із 69.7% станом на кінець 2016 року.

Валютна структура боргу. Згідно з даними станом на початок вересня 2017 року 41% (795.3 млрд. грн. в еквіваленті) державного та гарантованого

державою боргу залучено в доларах США, близько 32% (622.5 млрд. грн.) у гривні, 19% (368.9 млрд. грн. в еквіваленті) – СПЗ та 8% (148.7 млрд. грн. в еквіваленті) – в євро.

Основні джерела залучення коштів державного та гарантованого державою боргу. Майже весь гарантований державою борг – це зовнішній борг, основна частка якого це заборгованість перед Міжнародним валютним фондом. Більша частина зовнішнього державного боргу – це заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку та заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій.

Облігації внутрішньої державної позики, що перебувають в обігу

Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку становить майже весь внутрішній державний борг.

Динаміка загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу, характеризувалася щорічним зростанням. У поточному році спостерігаються найнижчі темпи такого зростання. За дев'ять місяців 2017 року загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу), зріс на 4%, або на 29 млрд. грн. і становив 697 млрд. грн.

Найвищі темпи зростання за останнє десятиріччя зафіксовано в кризові 2008 – 2009 роки, а також у 2014 році. Традиційно зростання обсягу ОВДП, які перебувають в обігу, перевищувало обсяги зростання грошової маси, а в окремі періоди і грошової бази.

У 2009 – 2017 роках збільшення ОВДП як в обігу, так і у власності Національного банку України зумовлювалося випуском державних цінних паперів з метою докапіталізації банків і суб'єктів господарювання державного сектору економіки, зокрема НАК “Нафтогаз України”.

Зазначені запозичення сприяли посиленню стабільності та стійкості відповідного суб'єкта, що в свою чергу сприяло стабілізації як фінансового сектору в цілому, так і банківського сегмента зокрема. Водночас збільшення

частки держави в банківському секторі економіки розширює потенційні можливості впливати на стан грошово-кредитної сфери через відповідну депозитну та кредитну політику підконтрольних банків. Практичних прикладів такого впливу в Україні наразі не зафіксовано.

Проте застосування механізму випуску ОВДП, що спрямовуються на докапіталізацію, є формуванням “прихованого” дефіциту державного бюджету, що веде до зростання державного боргу.

Активне розширення внутрішнього державного боргу за рахунок випуску ОВДП зумовило наближення загального обсягу ОВДП в обігу до розміру депозитного портфеля банків. **Станом на початок жовтня 2017 року загальний обсяг ОВДП в обігу за сумою основного боргу (697 млрд. грн.) становить майже 81% депозитного портфеля банків (862 млрд. грн.) та 72% кредитного портфеля банків (974 млрд. грн.).**

Структура ОВДП за основними категоріями власників. Основна частка ОВДП, що перебувають в обігу традиційно викуповувалася Національним банком України. Станом на початок жовтня 2017 року у власності Національного банку України перебувають 52% (362 млрд. грн.) загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу), у власності банків – 44% (309 млрд. грн.). У 2016 році та за дев'ять місяців 2017 року зафіксовано зниження обсягу ОВДП у власності Національного банку України.

Протягом 2016 – 2017 років зафіксовано також зниження обсягів ОВДП у власності нерезидентів – до 2.8 млрд. грн. (із 22.5 млрд. грн. станом на початок 2016 року). До цього періоду динаміка портфеля ОВДП нерезидентів характеризувалася переважно щорічним зростанням, крім 2008 – 2009 років.

Суттєво збільшили свій портфель ОВДП за 2016 – 2017 роки банки (у 3.8 раза – з 82 млрд. грн. до 309 млрд. грн. за сумою основного боргу станом на початок жовтня 2017 року), що, зокрема, було пов'язано з необхідністю їх докапіталізації.

Така динаміка свідчить, що банки збільшили свої вкладення в державні цінні папери в 2017 році. У макроекономічному контексті

переспрямування коштів на кредитування Уряду України зумовлює заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам і витіснення державними позиками внутрішніх приватних інвестицій. Обсяги кредитування реального сектору економіки в поточному році знижуються, що в певній мірі зумовлює наявність таких альтернатив банківського кредитування, як вкладання коштів у державні цінні папери з високою дохідністю та низькими ризиками. Згідно з дослідженнями, проведеними ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України” залучення валових державних позик із внутрішніх джерел у сумі, яка еквівалентна 1% ВВП, внаслідок дії ефекту витіснення призводить до зменшення темпів приросту кредитного портфеля банків на 0.9%.

Тенденції попиту державних та інших банків на державні цінні папери були різноспрямованими. Так з 2011 року недержавні банки поступово зменшували свій портфель гривневих ОВДП, крім 2016 року. Натомість державні банки його щороку нарощували. Як результат з 2013 року обсяг ОВДП у власності державних банків почав перевищувати обсяг ОВДП у власності інших банків. Крім того, державні банки традиційно мають найбільший портфель ОВДП (2.8 млрд. дол. США та 113 млн. євро станом на початок жовтня 2017 року), номінованих в іноземній валюті.

Станом на початок вересня 2017 року найбільша частка внутрішнього державного боргу за ОВДП припадає на цінні папери, випущені строком обігу на 5, 10 та 15 років.

Дохідність облігацій внутрішньої державної позики

Структура середньозваженої дохідності, за якою розміщувалися ОВДП, в останні роки характеризувалася тим, що короткострокові цінні папери мали не нижчу, а в окремі роки і вищу дохідність, ніж середньострокові та довгострокові

цінні папери. Така структура дохідності відображає, зокрема очікування щодо зниження інфляції в майбутньому.

Традиційно вищу дохідність мали гривневі ОВДП, дохідність доларових ОВДП була нижчою, ніж номінованих у гривнях, але вищою, ніж в євро.

Активну участь у формуванні дохідності на грошово-кредитному ринку наразі почав брати Національний банк України за рахунок продажу тримісячних депозитних сертифікатів. Так у вересні поточного року Національний банк України відновив розміщення зазначених сертифікатів оскільки на сьогодні не відбувається формування гривневої кривої дохідності від місяця до трьох. Це зумовлено тим, що Міністерство фінансів України не здійснює розміщення тримісячних ОВДП, а строки угод на міжбанківському кредитному ринку не перевищують двох тижнів. Очікується, що розміщення тримісячних депозитних сертифікатів має виправити таку ситуацію, сприяти формуванню кривої дохідності та підвищити ефективність трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку України. Однак Національний банк України наразі виконує не притаманну центральному банку функцію. У країні з ринковою економікою крива дохідності має формуватися під впливом ринкових чинників, а не встановлюватися чи визначатися за допомогою продажу депозитних сертифікатів центрального банку.

Нерівномірність відшкодування ПДВ та циклічний вплив податкової політики на сукупний попит та пропозицію коштів

На перебіг подій у грошово-кредитній сфері суттєво впливали й інші заходи, які стосуються податкової та фіскальної політики. Так однією з поширених в Україні в попередні роки практик, яка посилювала тягар фіскального навантаження, є нарощування заборгованості з відшкодування ПДВ компаніям-експортерам. Таким чином, жорстка бюджетна політика отримувала зовнішньоекономічний вимір, обмежувала діяльність експортерів та відіграла роль стимулятора девальвації гривні. Безпосереднє відшкодування ПДВ суттєво

впливає на показники грошово-кредитної сфери. Значні обсяги ПДВ нерідко відшкодовуються або наприкінці року, або в значних сумах після певних періодів “затишшя”, що **спричиняє додатковий тиск на валютний ринок (купівля експортерами валюти для проведення власної діяльності) та виступає додатковим чинником інфляції.** Показовими є значні курсові коливання наприкінці 2016 року – на початку 2017 року. У цілому в грудні 2016 року з державного бюджету було здійснено відшкодування ПДВ на суму майже 16 млрд. грн., тоді як середньомісячний обсяг становив 7.9 млрд. грн., у лютому 2017 року відшкодування становило майже 17 млрд. грн., у січні – 28 млн. грн.

Також спостерігається й обернений вплив податкової політики на пропозицію коштів, коли в періоди значних податкових виплат частина ліквідних ресурсів разово абсорбується фіскальною системою тоді як повернення їх в економічний обіг відбувається поступово в міру реалізації бюджетних програм розпорядниками. Отже, циклічність сплати податків формує цикли коливання обсягу депозитів суб’єктів господарювання в банках України. Практика України також демонструє вплив циклічності сплати податків на курсоутворення, якщо тимчасово вільні кошти переводяться в іноземну валюту з метою хеджування курсових та інфляційних ризиків (у тому числі шляхом відтермінування повернення валютної виручки експортерами).

Випуск та обіг ОВДП-ПДВ

В умовах дефіциту коштів для здійснення бюджетних видатків в окремі періоди приймалися рішення щодо емісії державних цільових цінних паперів, що дало змогу замінити певні бюджетні видатки. Прикладом зазначених цінних паперів є відшкодування ПДВ експортерам у вигляді цінних паперів. Випуски таких цінних паперів відбувалися у 2004, 2010 та 2014 роках. Наразі в обігу перебувають ПДВ-облігації випуску 2014 року з терміном погашення у 2019 році, які було випущено на суму 6.9 млрд. грн.

Показово, що кожного разу, коли відбувався випуск ПДВ-облігацій, на них спостерігався досить високий попит з боку учасників фінансового ринку. Дисконт за ПДВ-облігаціями становив до 30% у 2004 році, до 20% у 2010 році, та дещо нижче у 2014 році.

Такий тип запозичень є альтернативним порівняно із ситуацією нарощування заборгованості з відшкодування ПДВ, та дає змогу уникнути потреби в емісійному фінансуванні видатків. Для держави випуски ПДВ-облігацій були одним із механізмів відстрочення строків сплати заборгованості держави щодо бюджетного відшкодування ПДВ, яка накопичувалася внаслідок того, що не було повноцінних механізмів його автоматичного відшкодування та загальних проблемних питань планування бюджету. Відбувалася заміна класичної безтермінової бюджетної заборгованості заборгованістю, оформленою цінними паперами з визначеними терміном і дохідністю. Для держави така структуризація заборгованості вимагала додаткових видатків бюджету для обслуговування боргу (облігації випускалися залежно від року з відсотковою ставкою від 5% до 9.5%).

Для суб'єктів господарювання заміна боргу з повернення ПДВ облігаціями давала змогу “узаконити” заборгованість держави перед ними та отримати можливість забезпечити одержання коштів для проведення поточної діяльності (тобто знизити гостроту проблеми вимивання обігових коштів підприємств). **Водночас обмеження ліквідності частини оборотних коштів експортерів, зв'язаних такими облігаціями, пригнічувала експортну активність та збільшувала витрати підприємств, а наявність дисконту призводило до певних втрат під час продажу ПДВ-облігацій на ринку.**

Репрофайлінг ОВДП, які перебувають у власності Національного банку України

Активне збільшення державного боргу в попередні роки зумовило підвищене навантаження на державний бюджет в найближчі роки. З огляду на це

у жовтні поточного року Кабінет Міністрів України постановою “Про здійснення у 2017 році правочину з державним боргом” затвердив умови випуску та розміщення ОВДП 2017 року, унесені на розгляд Міністерством фінансів України (за погодженням з Національним банком України).

Згідно із зазначеною постановою Міністерству фінансів України надається право за згодою Національного банку України здійснити обмін ОВДП загальним обсягом 219.6 млрд. грн., які перебувають у власності Національного банку України, на нові довгострокові та довгострокові інфляційні гривневі облігації, що погашатимуться рівномірно протягом 2025 – 2047 років і випускатимуться на умовах, затверджених зазначеною постановою.

Після схвалення постанови Національний банк України та Міністерство фінансів України провели репрофайлінг облігацій номіналом 219.6 млрд. грн., з яких 145.2 млрд. грн. були конвертовані в довгострокові гривневі облігації різної строкowości з прив’язкою дохідності до рівня інфляції, і ще близько 74.4 млрд. грн. – у довгострокові гривневі облігації різної строкowości погашення з фіксованими процентними ставками. Решта портфеля залишилася без змін (з фіксованим рівнем дохідності).

Така операція має полегшити навантаження на державний бюджет за рахунок зміни термінів погашення і обслуговування ОВДП. Погашення облігацій, за якими проведено репрофайлінг, відбуватиметься рівномірно – близько 12 млрд. грн. щороку до 2047 року. Наявність облігацій з фіксованою та плаваючою ставками має забезпечити диверсифікацію відсоткового ризику. У разі зниження ринкових відсоткових ставок Міністерство фінансів України платитиме менше за рахунок наявності облігацій з плаваючою ставкою, у разі підвищення ставок на ринку зростання вартості запозичень стримуватимуть облігації з фіксованою ставкою.

Наявність прив’язки виплат за частиною облігацій, за якими проведено репрофайлінг, до рівня інфляції має сприяти проведенню більш виваженої фіскальної політики, узгодженої з інфляційними цілями Національного банку України.

Про подальші перспективи бюджетної політики

Очікується, що бюджетна політика ґрунтуватиметься на засадах середньострокового планування та буде достатньо виваженою. Бюджетна політика орієнтуватиметься на поступове зниження фіскального дефіциту та відношення державного боргу до ВВП відповідно до вимог Бюджетного кодексу України (до 60% ВВП).

У поточному році Уряд України схвалив проект Основних напрямів бюджетної політики на 2018 – 2020 роки, що передбачає поліпшення боргових показників у середньостроковій перспективі, зокрема:

установлення граничного обсягу державного боргу на рівні не більше ніж: 62% ВВП на кінець 2018 року; 58% ВВП – на кінець 2019 року; 55% ВВП – на кінець 2020 року;

установлення граничного обсягу гарантованого державного боргу на рівні не більше ніж: 22% ВВП – на кінець 2018 року; 19% ВВП – на кінець 2019 року; 18% ВВП – на кінець 2020 року;

визначення граничного обсягу надання державних гарантій у 2018 – 2020 роках на рівні не більше 3% доходів загального фонду державного бюджету для реалізації виключно самоокупних інвестиційних проектів.

В умовах підвищення невизначеності щодо фінансування платіжного балансу в середньостроковій перспективі та враховуючи, що бюджетні видатки стимулюють попит на імпорт, траєкторія зміни бюджетного дефіциту потребує перегляду в бік зниження. Без детального роз'яснення стратегічних намірів Уряду України щодо зміни обсягів державного боргу в економічних агентів може формуватися невпевненість у здатності забезпечення боргової стійкості держави без прискорення інфляції. Це може ускладнити досягнення інфляційних цілей та відновити процеси доларизації, підвищуючи попит на іноземну валюту. Натомість зниження бюджетного дефіциту та державного боргу сприятиме стабілізації сукупного попиту, зниженню інфляційного тиску та поліпшенню

стану поточного рахунку платіжного балансу. Потенційний ефект щодо стримання економічного зростання повинен бути компенсований за рахунок суттєвої раціоналізації бюджетних видатків та посилення інституціональної ефективності витрачання бюджетних коштів та стягнення податків.

Висновки

Динаміка державного та гарантованого державою боргу після фінансово-економічної кризи 2008 – 2009 років характеризувалася стійким збільшенням на тлі девальвації національної валюти та розширення запозичень Уряду України шляхом отримання позик від міжнародних фінансових організацій та випуску державних цінних паперів, у тому числі спрямованих на докапіталізацію банків та окремих установ державного сектору. Показники боргового навантаження перевищили гранично допустимі межі насамперед за рахунок зовнішньої складової.

У поточному році тенденція щодо збільшення державного боргу призупинилася, чому сприяло проведення достатньо стриманої бюджетної політики, стабілізація обмінного курсу гривні та зниження обсягів випуску державних цінних паперів. З метою забезпечення ефективного управління державним боргом у майбутньому наразі актуальним є розроблення стратегії управління внутрішнім та зовнішнім державним і гарантованим державою боргом.

Основну частку державного боргу становить зовнішній борг, питома вага якого протягом останніх років зростала до стабілізації в поточному році на рівні близько 57% обсягу державного боргу (станом на початок вересня). Зовнішні запозичення у короткостроковому періоді сприяли курсовій стабілізації гривні та дали змогу збільшити міжнародні резерви України.

Майже весь внутрішній державний борг становить заборгованість за випущеними державними цінними паперами на внутрішньому ринку. Активне розширення внутрішнього державного боргу за рахунок випуску цінних паперів

зумовило наближення загального обсягу ОВДП в обігу до розміру депозитного портфеля банків. Станом на початок вересня 2017 року загальний обсяг ОВДП в обігу (за сумою основного боргу) становить майже 81% депозитного портфеля банків та 72% кредитного портфеля банків.

В окремі періоди значні обсяги випущених ОВДП спрямовувалися на докапіталізацію банків і суб'єктів господарювання державного сектору економіки, що сприяло посиленню стабільності та стійкості відповідних суб'єктів і стабілізації фінансового сектору.

Найсуттєвіше збільшили свій портфель ОВДП за останні роки банки. З початку 2016 року до жовтня 2017 року обсяг зазначеного портфеля зріс у 3.8 раза – з 82 млрд. грн. до 309 млрд. грн. за сумою основного боргу.

Переспрямування коштів банків на кредитування Уряду України зумовлює заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам і витіснення державними позиками внутрішніх приватних інвестицій. Обсяги кредитування реального сектору економіки в поточному році знижуються, що в певній мірі зумовлює наявність таких альтернатив банківського кредитування, як вкладання коштів у державні цінні папери з високою дохідністю та низькими ризиками.

Наявність хронічного фіскального дефіциту, який вимагає постійного позичкового фінансування, привертає увагу до проблеми низької динаміки економічного зростання та неефективної структури національної економіки. Значний обсяг нагромадженого Україною державного боргу та відповідно тягаря його обслуговування обумовлює потребу жорсткої прив'язки нових запозичень до створення економічного ресурсу для їх повернення, що має досягатися шляхом спрямування позичкових коштів на цілі економічного розвитку, і насамперед – державні інвестиції. Відсоток, що сплачується за запозичені кошти, має компенсуватися суспільству віддачею від прискорення економічного зростання.

У 2017 році інвестиційна активність держави стримувалася з огляду на накопичення значних залишків бюджетних коштів у банківській системі,

зокрема коштів місцевих бюджетів. Досвід попередніх років свідчить про традиційну практику витрачання суттєвих обсягів бюджетних коштів у кінці року, що зумовлювало порушення рівноваги грошово-кредитного ринку та посилення девальваційного й інфляційного тиску. Тому зазначені кошти мають витратитися рівномірно та поступово з метою упередження зазначених наслідків для грошово-кредитної сфери. Зокрема рівномірно має відшкодуватися ПДВ, обсяги відшкодування якого в кінці року є найбільшими. Для цього необхідно удосконалити електронне адміністрування ПДВ, яке дасть змогу забезпечити автоматизацію відшкодування ПДВ, що в свою чергу сприятиме також зниженню відволікання оборотних коштів підприємств на сплату податків.

Зниженню боргового навантаження на державний бюджет (за рахунок зміни термінів погашення і обслуговування ОВДП) сприяло проведення в жовтні обміну (репрофайлінгу) ОВДП, які перебувають у власності Національного банку України, на нові довгострокові та довгострокові інфляційні гривневі облігації. З метою забезпечення подальшого зниження боргового навантаження на бюджет вбачається за необхідне також розглянути питання щодо доцільності: розміщення облігацій внутрішньої державної позики з довгостроковим терміном обігу; започаткувати емісію цільових облігацій під конкретні проекти економічного розвитку.

Оздоровлення державних фінансів, зокрема подолання хронічного фіскального дефіциту, зниження боргового навантаження та необхідності в проведенні державних запозичень у тривалій перспективі можливе виключно за умов забезпечення стійких темпів економічного зростання. Це зумовлює необхідність переходу на модель інноваційного економічного розвитку. Для цього наразі вбачаються сприятливі фінансово-економічними умови з огляду на:

відновлення економічного зростання України на тлі макроекономічної стабілізації;

накопичення банківською системою значних обсягів ліквідності;

вихід значної кількості підприємств на прибуткову діяльність;

профіцитний (касовий) державний бюджет.

Зазначене має стати першочерговим завданням макроекономічної політики держави, адже стан фінансової системи та стабільність національної грошової одиниці відображає економічний поступ держави. Це вимагає вжиття скоординованих дій усіма органами влади на різних рівнях та концентрації інвестиційної активності в найперспективніших у довгостроковому періоді галузях. Також необхідно враховувати, що заходи зі стимулювання внутрішнього попиту на тлі збереження моделі економічного зростання, що ґрунтується на експорті сировинної продукції з низькою доданою вартістю, дають лише короткостроковий результат.

Рекомендації Кабінету Міністрів України та Правлінню Національного банку України

Ураховуючи зазначене, з метою забезпечення стабільності грошової одиниці України, а також сприяння фінансовій стабільності та досягнення стійких темпів економічного зростання, відповідно до пункту 14 статті 9 Закону України “Про Національний банк України” Рада Національного банку України рекомендує **Кабінету Міністрів України та Правлінню Національного банку України:**

1. Розробити стратегію управління внутрішнім та зовнішнім державним і гарантованим державою боргом, яка визначатиме пріоритети в забезпеченні досягнення прийняттого рівня державного боргу та механізмів управління ним, у тому числі:

забезпечення ефективного планування під час формування боргової політики, зокрема здійснення державних запозичень зі строками погашення, з метою уникнення пікових навантажень платежів з погашення державного боргу; мінімізація ризиків рефінансування запозичень;

мінімізація відсоткових і валютних ризиків під час здійснення державних запозичень;

можливість здійснення випусків облігацій внутрішньої державної позики, які обліковуються за спеціальним фондом державного бюджету та спрямовуються на підтримку проектів розвитку економіки.

2. З метою зниження тиску державних запозичень на грошовий ринок та з метою мінімізації негативного впливу державних витрат на платіжний баланс рекомендувати переглянути траєкторію бюджетного дефіциту в бік зниження.

3. Розробити систему контрциклічних фіскальних правил.

4. На підставі аналізу міжнародного досвіду та поточних тенденцій розвитку фінансово-економічних відносин в Україні, а також з метою залучення коштів на довгостроковий період та зменшення навантаження на державний бюджет розглянути питання щодо доцільності розміщення облігацій внутрішньої державної позики з довгостроковим терміном обігу. З метою розширення бази інвесторів довгострокових боргових інструментів рекомендувати запровадження стимулів для розвитку недержавних пенсійних фондів.

5. Для розширення можливостей щодо залучення коштів для реалізації інфраструктурних проектів розглянути можливість щодо випуску в обіг цільових цінних паперів державних чи під гарантії Уряду України під конкретні проекти із зазначенням цілі випуску таких цінних паперів. Такий захід має сприяти посиленню розуміння суб'єктів економіки напрямів використання їх заощаджень та підвищенню привабливості цінних паперів як засобу заощадження.

6. З огляду на поточні особливості функціонування та специфіку діяльності ПАТ «РОЗРАХУНКОВИЙ ЦЕНТР З ОБСЛУГОВУВАННЯ ДОГОВОРІВ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ» продовжити роботу, спрямовану на його трансформацію до небанківської фінансової установи, а також розробити план виходу Національного банку України зі складу акціонерів ПАТ «РОЗРАХУНКОВИЙ ЦЕНТР З ОБСЛУГОВУВАННЯ ДОГОВОРІВ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ».

7. Ужити заходів щодо переходу до: середньострокового бюджетного планування не тільки на центральному, але й на місцевому рівнях; середньострокового прогнозування динаміки коштів на рахунках Уряду України та управління їх залишками. Це сприятиме упередженню розбалансування грошово-кредитного ринку завдяки забезпеченню більш рівномірних і прогнозованих державних видатків.

8. Для недопущення розбалансування грошово-кредитного ринку в кінці поточного року та на початку наступного року, а також посилення девальваційного тиску на гривню через сезонне збільшення пропозиції коштів за рахунок державних видатків як це було в попередні роки, невідкладно активізувати роботу з поліпшення якості прогнозування динаміки коштів Єдиного казначейського рахунку та забезпечення рівномірного та прогнозованого (як упродовж року, так і в межах місяця) здійснення бюджетних видатків, відшкодування ПДВ.

9. Розглянути питання щодо запровадження для великих платників податку середньострокового податкового планування на базі їх середньострокових фінансових планів з метою підвищення якості прогнозування відповідних надходжень та видатків бюджету.

10. Ужити заходів щодо активнішого розвитку внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань, у тому числі започаткувати емісію цільових облігацій внутрішньої державної позики під конкретні проекти економічного розвитку; заміщення державного боргу в іноземній валюті запозиченнями в національній валюті.

11. Продовжувати вживати заходів, спрямованих на виконання зобов'язань, узятих у рамках співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, у тому числі з Міжнародним валютним фондом.

12. Запровадити середньостроковий графік зміни ставок акцизних податків на тютюнові вироби, алкогольні напої, паливо тощо.

13. Ужити заходів щодо удосконалення боргової політики в частині надання державних гарантій, зокрема:

наблизити умови надання державних гарантій на кредити для підприємств України до стандартів ЄС;

надавати пріоритетність гарантування державою проектів розвитку, що відповідають стратегічним державним цілям та підтримуються міжнародними фінансовими організаціями.

14. Визначити шляхи переходу до політики децентралізації залучення боргових коштів на внутрішньому ринку з розширенням прав місцевих органів влади.

Голова Ради
Національного банку України

Б. М. Данилишин