

Рада Національного банку України
Р І Ш Е Н Н Я

30 жовтня 2018 року

м. Київ

№ 48-рд

Вплив політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України

Рада Національного банку України вирішила:

1. Схвалити рекомендації Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України, що додаються.
2. Унести рекомендації Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України в п'ятиденний строк із дня прийняття цього рішення.
3. Рішення набирає чинності з дня його прийняття.

Голова Ради

Б. М. Данилишин

Інд. 10

Аналіз 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 стосовно 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

У 2017 році державний і гарантований державою борг України становив 2 142 млрд грн, збільшившись порівняно з 2016 роком на 11%, або на 211,9 млрд грн. У доларовому еквіваленті сума боргу становила 76,3 млрд дол., що на 7,5%, або на 5,3 млрд дол. більше, ніж у 2016 році.

Основні причини збільшення у 2017 році державного та гарантованого державою боргу – здійснення фінансування державного бюджету за рахунок державних запозичень, у тому числі за рахунок залучення коштів від Європейського Союзу (далі – ЄС), та випуску ОЗДП, докапіталізація ПАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України”, ПАТ “Державний ощадний банк України” та ПАТ КБ “ПРИВАТБАНК”, девальвація національної валюти, курс якої щодо долара США зріс з 27,2 грн/дол. на кінець 2016 року до 28,1 грн/дол. на кінець 2017 року.

Станом на кінець 2017 року сума державного боргу становила 1 834 млрд грн, із яких внутрішній державний борг – 753,4 млрд грн, зовнішній – 1 080 млрд грн. Гарантований державою борг за 2017 рік становив 308 млрд грн. Із них 13,3 млрд грн становив внутрішній борг України та 294,7 млрд грн – зовнішній.

Питома вага внутрішнього державного та гарантованого державою боргу на початок 2018 року становила 35,8%, зовнішнього – 64,2%.

Статтею 5 Закону України “Про Державний бюджет України на 2017 рік” було визначено граничний обсяг державного боргу в сумі 1 823,7 млрд грн та граничний обсяг гарантованого державою боргу в сумі 579,4 млрд грн.

Перевищення фактичного обсягу державного та гарантованого державою боргу над граничним рівнем за підсумками 2017 року становило 0,5%.

Державний та гарантований державою борг у 2018 році

За вісім місяців 2018 року обсяг державного та гарантованого державою боргу скоротився на 1,2% (на 25 млрд грн) – до 2,1 трлн грн. Зменшення державного та гарантованого державою боргу пояснюється поступовим відновленням економічної активності, зміцненням обмінного курсу гривні (протягом першого півріччя) та від'ємним сальдо фінансування за борговими операціями (суттєвою затримкою із відновленням фінансування від Міжнародного валютного фонду (далі – МВФ) і як наслідок неотримання іншого запланованого офіційного фінансування, у тому числі від Європейського союзу та Світового банку).

Відповідно до розпису Державного бюджету в першому півріччі 2018 року Міністерство фінансів України планувало залучити до загального фонду державного бюджету 139 млрд грн (83 млрд грн – внутрішні та 56 млрд грн – зовнішні запозичення). План щодо запозичень виконано на 60% – у зазначений період вдалося залучити 84 млрд грн на внутрішньому ринку. У першому півріччі було погашено державного боргу на 104,8 млрд грн (у тому числі 81 млрд грн внутрішнього боргу та 24 млрд грн зовнішнього боргу). Від'ємне сальдо запозичень становило 20,8 млрд грн.

Загальний обсяг виплат із погашення та обслуговування державного боргу в першому півріччі 2018 року становив 160,1 млрд грн. Питома вага видатків на обслуговування державного боргу в загальному обсязі видатків державного бюджету становила 12,1% порівняно з 14,4% у першому півріччі 2017 року. Однак питома вага платежів за державним боргом у витратах бюджету (які включають видатки бюджету, надання кредитів, погашення боргу та придбання цінних паперів) помітно зростає: з 20% у першому півріччі 2017 року до 28,3% у першому півріччі 2018 року.

Станом на 31 серпня 2018 року державний та гарантований державою борг України становив 2 117 млрд грн (або 74,85 млрд дол.) у тому числі: державний та гарантований державою зовнішній борг – 1 344 млрд грн (63,5% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 47,54 млрд дол.; державний та гарантований державою внутрішній борг – 772,3 млрд грн (36,5%), або 27,3 млрд дол.

Державний борг України становив 1 830 млрд грн (86,5% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 64,71 млрд дол. Державний зовнішній борг становив 1 071 млрд грн (50,6% від загальної суми

державного та гарантованого державою боргу), або 37,87 млрд дол. Державний внутрішній борг становив 759 млрд грн (35,9% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу), або 26,8 млрд дол.

Гарантований державою борг України становив 286,8 млрд грн (13,5%), або 10,14 млрд дол., у тому числі: гарантований зовнішній борг – 273,6 млрд грн (12,9%), або 9,67 млрд дол.; гарантований внутрішній борг – 13,2 млрд грн (0,6%), або 0,47 млрд дол.

Значною мірою скорочення державного боргу у 2018 році пов'язано з тим, що Україна здійснила кілька платежів із погашення основного боргу перед МВФ на суму 1 115 млн спеціальних прав запозичень (далі – СПЗ), зокрема: 05 лютого – 257,25 млн СПЗ; 02 березня 2018 року – 114,33 млн СПЗ; 04 травня 2018 року – 257,25 млн СПЗ; 01 червня 2018 року – 114,33 млн СПЗ; 03 серпня 2018 року – 257,25 млн СПЗ; 31 серпня 2018 року – 114,33 млн СПЗ.

В умовах невиконання плану зовнішніх запозичень в орієнтовному обсязі 2,5 млрд дол. у 2018 році, у тому числі неотримання траншів кредитів від МВФ, основний акцент у політиці державних запозичень було зроблено на облігації внутрішньої державної позики України (далі – ОВДП). Серед наслідків невиконання плану зовнішніх запозичень – приватне розміщення облігацій на приблизно 720 млн дол. США у серпні з високою доходністю (9,2%) та суттєве підвищення доходності за внутрішніми валютними та гривневими запозиченнями. Зазначене приватне розміщення було викликане необхідністю здійснити платежі з обслуговування боргів без зменшення міжнародних резервів.

Динаміка співвідношення державного боргу та ВВП

Починаючи з 2013 року в Україні зростання державного боргу випереджало темпи приросту валового внутрішнього продукту (далі – ВВП).

Динаміка співвідношення державного боргу до ВВП

	Державний борг та гарантований державою, млрд грн	ВВП, млрд грн	Державний борг/ВВП
на 31.12.2013	584	1 455	40,1%
на 31.12.2014	1 101	1 587	69,4%
на 31.12.2015	1 572	1 989	79,0%

на 31.12.2016	1 930	2 385	80,9%
на 31.12.2017	2 142	2 983	71,8%

Незважаючи на зростання державного та гарантованого державою боргу в абсолютному вимірі, його співвідношення до ВВП скоротилося з 81% у 2016 році до 72% у 2017 році. Така позитивна динаміка не була результатом стриманої фіскальної політики Уряду України, а стала результатом стрімкого зростання номінально ВВП у доларовому еквіваленті в умовах макроекономічної стабілізації.

Безпечним (пороговим) вважається такий рівень боргу, який дає змогу державі самостійно (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 ВВП України. За підсумками 2017 року рівень державного та гарантованого державою боргу скоротився до 71,8% ВВП порівняно із 80,9% ВВП у 2016 році (у 2015 році цей показник становив 79,1%). У 2017 році рівень державного та гарантованого державою боргу відносно до ВВП знизився вперше починаючи із 2011 року. Це стало можливим завдяки поліпшенню макроекономічних показників та більш злагоджених дій щодо фіскальної консолідації і монетарної політики. Проте перевищення граничного обмеження загального обсягу державного боргу та гарантованого державою боргу у 2017 році зберігалось.

Співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП залишається на небезпечному рівні. Україна входить до групи країн із високим борговим навантаженням та значним негативним сальдо платіжного балансу.

22 серпня 2018 року прийнято постанову Кабінету Міністрів України "Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2018–2020 роки" (далі – Стратегія), що замінює Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2017–2019 роки, затверджену Урядом України в грудні 2017 року. Стратегія передбачає зниження показника боргу до 60% у 2018 році, до 52% у 2019 році й до кінця 2020 року до рівня, не вище 49%

ВВП. Проте такий прогноз, принаймні на 2018 рік, виглядає занадто оптимістично: МВФ у доповіді Fiscal Monitor за жовтень прогнозує зниження рівня сукупного державного боргу України за підсумками 2018 року до 70,5% ВВП, за підсумками 2019 року до 68,8% ВВП.

Структура державного боргу України

Зовнішній і внутрішній борг

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.

Станом на 31 серпня 2018 року державний та гарантований державою зовнішній борг становив 1 345 млрд грн (63,5% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу). Державний та гарантований державою внутрішній борг становив 772,3 млрд грн (36,5% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу).

Порівняно з початком року спостерігається зменшення питомої ваги державного та гарантованого державою зовнішнього боргу на 0,7 процентного пункту. Збільшення ваги внутрішніх запозичень у загальній структурі державного боргу відповідає міжнародній практиці його оптимізації, тому така тенденція вітчизняного боргового менеджменту сприятиме послабленню окремих боргових ризиків та поліпшенню ефективності залучення фінансових ресурсів. Проте таке збільшення стало можливим через невиконання плану зовнішніх запозичень, зокрема неотримання траншів кредитів від МВФ та пов'язаного із ним кредитування.

Одним із ключових питань політики запозичень є визначення оптимального співвідношення запозичень на внутрішніх і зовнішніх ринках. Таке співвідношення має диктуватися не лише порівнянням вартості позичкових ресурсів, а й врахуванням розгалуженого макроекономічного ефекту обраного типу фінансування дефіциту. Зараз зазначене співвідношення є дуже 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.

Валютна структура боргу

Станом на початок 2018 року 42,7% (914,8 млрд грн в еквіваленті) державного та гарантованого державою боргу було залучено в доларах США, 30% (643,6 млрд грн) у гривні, 18,4% (393 млрд грн в еквіваленті) – у СПЗ, 7,8% (165,7 млрд грн в еквіваленті) – в євро, 0,7% (15,7 млрд грн в еквіваленті) – в японських єнах, 0,4% (9 млрд грн в еквіваленті) – у канадських доларах.

Станом на початок вересня 2018 року 43,5% (920,7 млрд грн в еквіваленті) державного та гарантованого державою боргу залучено в доларах США, 30,2% (639,9 млрд грн) – у гривні, 16,3% (345,5 млрд грн в еквіваленті) – у СПЗ, 8,8% (185,8 млрд грн в еквіваленті) – в євро, 0,8% (16 млрд грн в еквіваленті) – в японських єнах, 0,4% (8,8 млрд грн в еквіваленті) – у канадських доларах.

Таким чином, валютна структура державного та гарантованого державою боргу майже не зазнала змін – питома вага запозичень в іноземних валютах становить близько 70%. Наявна валютна структура державного боргу посилює вразливість фінансової системи України до валютних шоків, а з урахуванням тенденції укріплення долара відносно до інших валют загрожує збільшенням витрат на обслуговування боргових зобов'язань. Є валютний ризик – урахувавши, що майже дві третини боргових зобов'язань номіновані в іноземній валюті, девальвація гривні ускладнить погашення й обслуговування державного боргу.

Основні джерела залучення коштів державного та гарантованого державою боргу

Більша частина зовнішнього державного боргу – заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку та заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій. Майже весь гарантований державою борг – зовнішній борг, основна частка якого це заборгованість перед МВФ.

Чинником підвищення ефективності боргової політики, що сприяє зменшенню боргового навантаження на бюджет у коротко- та середньостроковій перспективі, є в тому числі оптимізація структури державних запозичень за типами боргових зобов'язань із збільшенням питомої ваги довгострокових інструментів.

Структура державного боргу з точки зору термінів погашення

Середньозважений термін до погашення державного боргу станом на початок 2018 року становив 8,4 року, тоді як на початок 2017 року – 5,3 року.

Суттєве поліпшення цього показника стало можливим завдяки випуску у 2017 році ОЗДП обсягом 3 млрд дол. (за відсотковою ставкою 7,375% річних) із терміном погашення 15 років.

На 2019–2021 роки припадає пікове навантаження в погашенні та обслуговуванні державного боргу. За даними Міністерства фінансів України (за діючими угодами станом на 01 жовтня 2018 року): у 2019 році погашення та обслуговування державного боргу – 357 млрд грн (внутрішній державний борг – 192 млрд грн, зовнішній державний борг – 165 млрд грн), у 2020 році – 280 млрд грн (внутрішній державний борг – 110 млрд грн, зовнішній державний борг – 170 млрд грн), у 2021 році – 222 млрд грн (внутрішній державний борг – 71 млрд грн, зовнішній державний борг – 151 млрд грн).

Із загальної суми платежів з погашення зовнішнього державного боргу до 2045 року 31,6% припадає на платежі з погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу, які необхідно сплатити у 2019–2021 роках.

Із урахуванням налагодженого механізму заміщення внутрішнього державного боргу ситуація із фактом його рефінансування та обслуговуванням не викликає занепокоєння. Однак тенденція до зростання дохідності ОВДП, яка спостерігається у 2018 році, разом із вірогідністю збільшення потреби Уряду України у внутрішніх запозиченнях (унаслідок можливої соціальної спрямованості державного бюджету у 2019 році) може зумовити збільшення вартості обслуговування внутрішнього державного боргу. Структурний дефіцит ліквідності банківської системи, що очікується у 2019 році, також може стати чинником, який спричинить зростання вартості внутрішніх запозичень.

Питання погашення зовнішнього боргу першочергово залежить від продовження співпраці України та МВФ, та іншими міжнародними фінансовими організаціями (далі – МФО). Згідно з повідомленням МВФ домовленості щодо економічної політики для нової 14-місячної програми з Україною у форматі стенд-бай досягнуті. Новий формат замінить схвалену в березні 2015 року програму розширеного фінансування, строк дії якої завершується у березні 2019 року. Нова програма стенд-бай дає можливість отримати 2,8 млрд СПЗ (еквівалент 3,9 млрд доларів США станом на 19 жовтня 2018 року). Домовленість підлягає затвердженню керівництвом МВФ та Радою виконавчих директорів МВФ. Внесення цього питання на Раду виконавчих директорів очікується пізніше цього року після ухвалення Верховною Радою України поданого Урядом України державного бюджету на 2019 рік (з урахуванням рекомендацій фахівців МВФ) та збільшення тарифів на газ та теплову енергію для населення (відповідне рішення прийнято Урядом України 19 жовтня поточного року) – відповідно до змін на ринку природного газу та з урахуванням продовження захисту домогосподарств із невисокими доходами.

У разі успішної реалізації нової програми співпраці з МВФ Україна може отримати у 2019 році пов'язане фінансування від інших офіційних кредиторів, зокрема макрофінансову допомогу від ЄС у сумі 1 млрд євро. Це дасть змогу уникнути ризиків рефінансування (що могли реалізуватися через ускладнення отримання капіталу в необхідному обсязі чи за прийнятною ціною) та ризику ліквідності (що міг реалізуватися через недостатність коштів для погашення та обслуговування боргу).

Структура державного боргу за типом боргового інструменту та власника боргу

У структурі державного внутрішнього боргу 99,7% становлять державні цінні папери (ОВДП) й 0,3% – кредити.

У структурі державного зовнішнього боргу 54,6% становлять державні цінні папери (ОЗДП) й 45,4% кредити (у тому числі 36,2% – позики міжнародних фінансових організацій, офіційні позики інших держав – 4,6%, спеціальний розділ СПЗ – 4,6%).

ОВДП, що перебувають в обігу

Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку становить майже весь внутрішній державний борг (99,7% станом на початок вересня 2018 року).

Динаміка загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу, характеризувалася щорічним зростанням. Найвищі темпи зростання за останнє десятиріччя зафіксовано в кризові 2008–2009 роки, а також у 2014 році.

У поточному році спостерігаються найнижчі темпи такого зростання. За дев'ять місяців 2018 року загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу), зріс на 0,2%, або на 1,3 млрд грн, і становив 751,2 млрд грн.

Проте активне збільшення внутрішнього державного боргу за рахунок випуску ОВДП, яке відбувалося протягом 2014–2017 років, зумовило наближення загального обсягу ОВДП в обігу до розміру депозитного портфеля банків. Станом на початок жовтня 2018 року загальний обсяг ОВДП в обігу за сумою основного боргу становить 81% депозитного портфеля банків (927,8 млрд грн) та 69% кредитного портфеля банків (1 090 млрд грн).

Структура ОВДП за основними категоріями власників

Основна частка ОВДП, що перебувають в обігу традиційно викуповувалася Національним банком України (далі – Національний банк) та банками. Станом на початок жовтня 2018 року у власності Національного банку

було 46,3% (348,1 млрд грн) загального обсягу ОВДП, що перебувають в обігу (за сумою основного боргу), у власності банків – 49,2% (369,9 млрд грн). За дев'ять місяців 2018 року зафіксовано зниження обсягу ОВДП у власності Національного банку на 12,5 млрд грн. Проте обсяг ОВДП у власності банків за дев'ять місяців 2018 року збільшився на 9,5 млрд грн (протягом 2016–2017 років банки збільшили свій портфель ОВДП у 4,4 раза – з 82 млрд грн до 350,5 млрд грн за сумою основного боргу, значною мірою це було викликано необхідністю їх докапіталізації).

У структурі активів державних банків укладення в ОВДП мають велику питому вагу: ПАТ “Державний ощадний банк України” – 32%, ПАТ КБ “ПРИВАТБАНК” – 31%, ПАТ “Укргазбанк” – 26%, ПАТ “Державний експортно-імпорتنний банк України” – 25% (станом на початок серпня). Загалом частка ОВДП у загальних активах державних банків становить 30%. В активах банків із приватним українським капіталом – 9%, в активах іноземних банків – 3%.

Протягом дев'яти місяців 2018 року зафіксовано збільшення обсягів ОВДП у власності нерезидентів на 2,1 млрд грн – до 7,3 млрд грн (порівняно із 5,2 млрд грн станом на початок 2018 року). Стрімко (у 3,2 раза) збільшився обсяг ОВДП у власності фізичних осіб – з майже 1,5 млрд грн до 4,8 млрд грн.

Протягом дев'яти місяців 2018 року випуск ОВДП для збільшення статутних капіталів банків з метою надання кредитів Фонду гарантування вкладів фізичних осіб та ОВДП-ПДВ не здійснювався (у 2017 році було випущено ОВДП для збільшення статутних капіталів банків на суму 70,7 млрд грн).

У загальному макроекономічному контексті переспрямування коштів банків на кредитування Уряду України створює умови для заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам і витіснення державними позиками внутрішніх приватних інвестицій. Проте зростання кредитування за дев'ять місяців 2018 року становило 8,3%. Це свідчить про те, що тенденція до заміщення державними позиками банківських кредитів підприємствам, яка спостерігалася протягом 2016–2017 років, призупинена. Однак наявність таких альтернатив банківського кредитування, як вкладання коштів у державні цінні папери з високою дохідністю та низькими ризиками, не стимулює банки до більш активного кредитування суб'єктів економічної діяльності (кредити, надані банками корпоративному сектору, за дев'ять місяців 2018 року збільшилися на 6,7%).

Дохідність ОВДП

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 високу невизначеність на короткострокову перспективу та очікування щодо зниження інфляції в подальшому.

У 2017 році середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів із їх первинного розміщення становила: номінованих у гривні – 15%, номінованих у доларах – 4,8%, номінованих у євро – 4%.

У поточному році спостерігається підвищення дохідності ОВДП. За результатами січня – вересня 2018 року середньозважена дохідність ОВДП за результатами аукціонів із їх первинного розміщення становила: номінованих у гривні – 17%, номінованих у доларах – 5,5%, номінованих у євро – 4,2%.

Підвищення дохідності ОВДП пов'язане, у тому числі і зі зміною облікової ставки Національного банку.

Так, з 02 березня 2018 року Національний банк підвищив облікову ставку на один процентний пункт (п.п.) до 17% – це вплинуло на підвищення дохідності тримісячних ОВДП на 1,5 п.п. до 17,5% (у лютому дохідність становила 16%) та 6 – 12-місячних на 0,5 п.п. до 17% (порівняно з 16,5% у лютому).

13 липня 2018 року Національний банк підвищив облікову ставку на 0,5 п.п. до 17,5%. Після цього дохідність тримісячних ОВДП зросла до 18% (протягом березня – середини липня вона коливалася в межах 17–17,5%), дохідність шестимісячних ОВДП також підвищилася до 18% (протягом березня – середини липня вона коливалася в межах 17–17,3%).

07 вересня 2018 року Національний банк підвищив облікову ставку на 0,5 п.п. до 18%. Після цього дохідність тримісячних та шестимісячних ОВДП зросла до 18,5%.

Таким чином, одним із наслідків підвищення облікової ставки Національного банку є збільшення витрат державного бюджету на обслуговування державного боргу.

Дохідність довгострокових ОВДП є на високому рівні. На початку жовтня 2018 року дохідність 10-річних облігацій Уряду України в національній валюті становила 16,9%, що є високим рівнем навіть для країн із ринками, що розвиваються. Для порівняння за номінованими в національній валюті 10-річними облігаціями Індії дохідність становить – 8,02%, Росії – 8,78%, Бразилії – 11,37% (за даними Bloomberg).

Премії кредитного дефолту свопу (CDS) України наразі є дуже високими: за п'ятирічними облігаціями CDS найвищі премії у Венесуели – 14614 пунктів, України – 407, Греції – 341, Єгипту – 272, Аргентини – 272, Туреччини – 200 (за даними Bloomberg). Це свідчить про високий відсотковий ризик (тобто ризик зростання процентних ставок за державними запозиченнями).

Середній термін погашення ОВДП – 9,9 року, за емісіями 2017 року – 12,4 року, проте за емісіями 2018 року середній термін погашення становить 1,4 року. Такі короткі терміни залучення коштів можуть пояснюватися високими ставками запозичень у поточному році й очікуваннями Міністерства фінансів України щодо зниження ставок запозичень у наступних роках.

У 2018 році Міністерство фінансів України відновило розміщення тримісячних ОВДП. Це дало можливість зменшити роль Національного банку у формуванні дохідності на грошово-кредитному ринку: з вересня 2017 року Національний банк був вимушений відновити розміщення тримісячних депозитних сертифікатів, оскільки на той момент Міністерство фінансів України не розміщало тримісячні ОВДП, строки угод на міжбанківському кредитному ринку не перевищують двох тижнів, тому не відбувалося формування гривневої кривої дохідності від місяця до трьох. Розміщення тримісячних депозитних сертифікатів проводилося з метою виправити таку ситуацію, сприяти формуванню кривої дохідності та підвищити ефективність трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку. Однак Національний банк виконував 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. Відновлення розміщення тримісячних ОВДП свідчить про відновлення повноцінного механізму формування кривої дохідності.

Вплив на міжнародні резерви

У короткостроковому періоді додатне сальдо зовнішніх державних запозичень позитивно впливало на платіжний баланс України щодо формування додатного сальдо фінансового рахунку, було однією з детермінант курсової стабільності національної валюти, а також давало змогу збільшувати міжнародні резерви України. Водночас затримка із рефінансуванням зовнішнього державного боргу створює девальваційні очікування серед учасників ринку та клієнтів банків, що посилює попит на іноземну валюту та інфляційні ризики. Як наслідок, у липні 2018 року Національний банк був вимушений припинити поповнення золотовалютних резервів через операції на міжбанківському валютному ринку та розпочати продаж іноземної валюти, що призводить до скорочення міжнародних резервів Національного банку. Їх обсяг

станом на початок жовтня 2018 року становив 16,6 млрд дол. США (в еквіваленті), що на 12% менше, ніж на початку року. Такий обсяг міжнародних резервів покриває 2,8 місяця майбутнього імпорту, він нижче за граничний рівень, який вважається достатнім для виконання зобов'язань із поточних операцій Уряду України та Національного банку (три місяці майбутнього імпорту). Зменшення міжнародних резервів Національного банку посилює занепокоєння кредиторів, інвесторів та інших учасників ринку, збільшує девальваційні очікування.

Податкова політика

У 2015–2017 роках доходи державного бюджету зростали в середньому на 30% рік до року (далі – р/р). Значною мірою така динаміка була зумовлена девальвацією національної валюти, що призводила до зростання податків та акцизів на товари, що імпортуються в Україну, та стабільно високою інфляцією (дефлятор ВВП у 2015–2017 роках становив 38,9%, 17,1% та 22% відповідно), що збільшувала надходження податків та акцизів від товарів вироблених в Україні. В умовах макроекономічної стабілізації (згідно з прогнозом дефлятор ВВП на кінець 2018 року становитиме близько 12%) та через те, що немає суттєвих зрушень в реформуванні податкової сфери та митниці, навіть помірне зростання доходів в 2018 році (16% порівняно з 29% фактичного зростання за підсумками 2017 року) опинилось під загрозою. Так, за підсумками I кварталу та першого півріччя 2018 року річні темпи зростання доходів становили 10,8% та 13,7% відповідно, а прискорення зростання доходів за підсумками січня – серпня 2018 року (до 15,2%) значною мірою було пов'язано зі збільшенням темпів зростання імпорту та послабленням обмінного курсу гривні до долара США в липні-серпні 2018 року. Водночас заплановане на 2018 рік зростання видатків лише не суттєво відрізняється від минулих періодів та становить 18,2%. За підсумками першого півріччя воно становило 25,4%, а за січень – серпень уповільнилося до 21,7%. Зокрема у серпні видатки державного бюджету були лише на 0,4% вищими, ніж рік тому. Це свідчить про те, що в умовах ризиків невиконання дохідної частини бюджету, браку надходжень від приватизації та значних ризиків боргового фінансування дефіциту (досі немає ясності щодо отримання п'ятого траншу кредиту МВФ, без якого ринкові зовнішні залучення практично неможливі) Уряд України намагається уникнути необхідності секвестру видаткової частини шляхом скорочення (у тому числі недофінансування окремих статей) видатків.

Використання завищених прогнозів щодо дохідної частини державного бюджету на етапі його формування призвели до труднощів з її виконанням протягом першого півріччя 2018 року та генерують значні ризики недовиконання дохідної частини в другому півріччі. Так за запланованого річного зростання податкових надходжень на 21,2% (до 760 млрд грн) їх фактичне зростання за шість місяців становило 18,4%, а за підсумками січня –

серпня прискорилося до 20,1% як через зростання надходжень ПДФО (через високі темпи зростання заробітних плат) та збільшення обсягів виробництва підакцизних товарів, так і через збільшення темпів зростання імпорту та послабленням обмінного курсу гривні до долара США.

Фактичне зростання неподаткових надходжень, що на 2018 рік було заплановано на рівні 12,9%, становило 31,4%, а їх питома вага в загальних доходах державного бюджету зросла з 16,2% до 19,2%. Така ситуація призводить до того, що Уряд України все більше покладається на джерела фінансування, що за своєю економічною суттю не є сталими, зокрема надходження від продажу 4G-ліцензій та перерахування Національним банком частини прибутку за попередній рік (50,5 млрд грн, або 5,5% від загальних доходів у 2018 році). Це обмежує гнучкість фіскальної політики.

Водночас загальне зростання видатків за січень – серпень становило 21,8% та було забезпечено переважно за рахунок стрімкого зростання видатків на оплату праці та соціальне забезпечення (32% та 28% відповідно). Така соціальна спрямованість бюджету призводить до активізації споживчого попиту, що має лише короткостроковий ефект на економічне зростання та підсилює інфляційний тиск. Єдиною категорією державних видатків, що демонстрували від'ємні темпи зростання в річному вимірі (-0,5%) були видатки на обслуговування боргу. Проте така їх динаміка досягнута не за рахунок здешевлення вартості фінансування, а через суттєве недовиконання плану зовнішніх запозичень через подальше відтермінування відновлення співпраці з МВФ, що в свою чергу практично унеможливило ринкові зовнішні залучення на прийнятних умовах.

Видатки, що стимулюють економічне зростання в середньостроковій перспективі, фінансуються лише частково. Хоча відносно зростання капітальних видатків за січень – серпень 2018 року їй становило 121% їх зростання в абсолютному вимірі становило лише 12,8 млрд грн. Зокрема за вісім місяців 2018 року видатки на дорожнє господарство профінансовані лише на 46% (14,4 млрд грн з 31 млрд грн), сільське господарство на 39% з 15,9 млрд грн, а обробна промисловість на 18% з 3,1 млрд грн.

Фінансування дефіциту державного бюджету, що заплановано на рівні 85,2 млрд грн (2,5% ВВП), фактично відсутнє. За запланованого фінансування за борговим інструментами (чисті запозичення) у розмірі 56,2 млрд грн, за січень – серпень 2018 року чисті погашення становили 9 млрд грн. Річний план за внутрішніми запозиченнями за вісім місяців 2018 року (123,8 млрд грн) виконано вже на 92%, а частка довгострокових запозичень у них становить 0,1% (за запланованих 10%). Водночас через затягування з отриманням п'ятого траншу від МВФ річний план за зовнішніми запозиченнями (108,2 млрд грн) виконано лише на 22% через використання короткострокових інструментів (99,8% від плану). Незважаючи на прийняття відповідного закону ще в 2017

році, план щодо надходжень від приватизації (21,3 млрд грн) виконано лише на 0,4%. Це свідчить про необхідність прискорення роботи щодо прийняття та імплементації низки підзаконних актів, що дасть змогу прискорити та спростити приватизаційні процеси. Подальші можливості залучення фінансування на внутрішньому ринку обмежені обсягами вільної ліквідності, що поступово скорочується, а досягнення запланованого дефіциту (2,5% ВВП) виглядає малореалістичним без відновлення ринкових зовнішніх запозичень (співпраці з МВФ) або коригування дохідної та видаткової частин бюджету. У разі відсутності необхідного зовнішнього фінансування та в разі небажання Уряду України скорочувати видатки, можливе зростання політичного тиску на керівництво Національного банку з метою відновлення емісійних джерел фінансування дефіциту.

Горизонт бюджетного планування залишається короткостроковим. Незважаючи на зусилля, докладені Міністерством фінансів Україна, що були спрямовані на запровадження в Україні середньострокового бюджетного планування, та прийняття Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запровадження середньострокового бюджетного планування” у першому читанні, горизонт бюджетного планування так і не був розширений з одного до трьох років. Перехід до системи середньострокового бюджетного планування створить фінансові межі для стратегічних ініціатив, що суттєво впливатиме на посилення дисципліни учасників бюджетного процесу, змусить їх чітко визначати пріоритети під час реалізації реформ у межах фінансових можливостей бюджету. Це посилить бюджетну дисципліну та зробить фіскальну політику більш прогнозованою, що підвищить довіру економічних агентів та сприятиме досягненню інфляційних цілей.

Суттєве збільшення доходів державного бюджету неможливе без реального реформування податкової системи та механізмів адміністрування податків – реформа ДФС та митниці. Хоча ухвалення законодавства про злиття митної та податкової адміністрацій в одну юридичну особу і створення нової цивільної служби — фінансової поліції під управлінням Міністерства фінансів України є частиною програми співпраці з МВФ, реформування системи триває більше трьох років, а у 2017 році Кабінет Міністрів України спочатку підтримав концепцію реформи від Міністерства фінансів України, а потім скасував її. Хоча у червні 2018 року Міністерство фінансів України опублікувало новий план дій з реформування ДФС у податковому напрямку, цей напрям роботи потребує активізації та скоординованої роботи Уряду України та Верховної Ради.

Через великі потреби у зовнішньому фінансуванні недовиконання деяких статей доходів державного бюджету та зростання видатків на оплату праці й соціальну допомогу залишається висока вразливість державних фінансів. У

2017 році дефіцит бюджету залишався на плановому рівні завдяки потужному зростанню доходів, яке допомогло збалансувати зростання видатків на 11,7 % у реальному вимірі, викликане подвоєнням мінімальної зарплати та збільшенням зарплат учителів і лікарів на понад 40%, а також нарощенням видатків на соціальні програми, які сягнули 5,7% ВВП. Зростання зарплат у секторах освіти та охорони здоров'я тривало й у 2018 році. Якщо зважити на повільний поступ в оптимізації чисельності працівників, то фонд оплати праці в державному секторі може зрости у 2018 році на 11,5%. Очікується, що видатки на пенсійне забезпечення й надалі перевищуватимуть 10% ВВП через підвищення пенсій військовим. Доходи зведеного бюджету в першій половині 2018 року виявилися на 5% нижчими від плану – здебільшого через зменшення надходжень від єдиного соціального внеску, ПДВ та акцизів. Це разом зі значними виплатами в погашення державного боргу призвело до падіння залишків на єдиному казначейському рахунку (далі – ЄКР) у першому півріччі 2018 року.

Відсутність зовнішнього фінансування спонукає Уряд України до обмеження видатків бюджету навіть на тлі формального балансу в касових потоках. Це породжує ризик концентрації касових видатків наприкінці року з відповідним швидким зменшенням обсягу коштів на ЄКР. У попередні роки накопиченні на ЄКР 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 розбалансовувати грошово-кредитний ринок і не створювати додаткові девальваційні та інфляційні ризики у зв'язку зі стрімким збільшенням пропозиції коштів.

У разі збереження негативних тенденцій на валютному ринку та враховуючи електоральний цикл це може суттєво погіршити ситуацію на грошовому ринку, вимагаючи від Національного банку активних “стерилізаційних заходів”.

Станом на початок жовтня 2018 року загальний обсяг коштів на ЄКР становив 21,4 млрд грн. Це на 59% більше, ніж станом на початок жовтня 2016 року (13,5 млрд грн), але майже втричі менше, ніж на початку жовтня 2017 року (60 млрд грн). Звертає на себе увагу подекуди вкрай нерівномірні коливання залишків коштів Уряду України на ЄКР протягом поточного року – зокрема, залишок станом на 01 вересня 2018 року був у 13 разів більше аналогічного показника станом на 01 серпня.

Проблеми координації фіскальної та грошово-кредитної політики

Додаткові передумови для макроекономічної дестабілізації створює недостатня узгодженість бюджетної та монетарної політики. Під час унесення змін до Закону України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” було

здійснено суттєву експансію державних фінансів, яка не була забезпечена можливостями реальної економіки. Деякі статті доходів були очевидно завищені, у тому числі перерахування до державного бюджету від Національного банку. Таке приховане пом'якшення бюджетної політики призвело до недоотримання доходів державного бюджету, створило ризики для виконання бюджетних видатків, а також значно погіршило ліквідність бюджетного сектору. Це має прямі негативні наслідки для грошово-кредитної політики та загрожує додатковими інфляційними ризиками. Національний банк був змушений використовувати інструменти грошово-кредитної політики для компенсації циклічних (щорічних) коливань ліквідності, спричинених нерівномірністю в касовому виконанні бюджету, які регулярно дестабілізують валютний ринок (нагромадження починаючи з серпня коштів на ЄКР і проведення лівової частини бюджетних витрат у другій половині грудня).

З метою підвищення якості координації фіскальної та грошово-кредитної політики Національний банк дотримуватиметься свого зобов'язання уникати будь-яких форм фіскального домінування, у тому числі прямої або непрямой підтримки бюджетних видатків.

Національний банк згідно з рішенням Ради Національного банку від 13 липня 2018 року продовжить утримуватиметься від здійснення операцій з купівлі державних цінних паперів, а також встановив параметри щодо верхньої межі обсягу державних цінних паперів у портфелі Національного банку.

Щодо оподаткування процентів від депозитів та його впливу на функціонування трансмісійного механізму

У 2017 році спостерігалось відчутне зниження реальних процентних ставок за депозитами фізичних осіб. За діючою системою оподаткування депозитів це призводило до того, що реальна ефективна доходність депозитів була наближеною до нуля. Ще у 2017 році стала помітною тенденція до суттєвого відставання в реакціях депозитних ставок на зміни облікової ставки Національного банку. Попри декілька раундів підвищення ключової ставки, ставки за депозитами фізичних осіб у минулому році слабо реагували на зміну ставки Національного банку.

3 лютого 2018 року ситуація змінилася. Подальше підвищення ключової ставки на тлі посилення боргових потреб Уряду України у фінансуванні дефіциту бюджету зумовило істотне підвищення ставок за ОВДП у гривні. Оскільки дохід від процентів за ОВДП не оподатковується, то при ставках у 18–18,5% за ОВДП формується несприятливий для еластичної роботи трансмісійного механізму диференціал ставок на різних сегментах ринку. Реальні ефективні ставки за ОВДП починають істотно перевищувати аналогічні ставки за депозитами (інколи в 1,5 і більше разів). У перспективі 2019 року ця ситуація може погіршитись.

У разі збереження наявного тренду на ринку праці певний попит на депозити буде зумовлюватись більшою мірою номінальним підвищенням зарплат, ніж рівнем процентних ставок. Це знижує ефективність процентного каналу монетарної політики, оскільки рішення домогосподарств щодо споживання та заощадження стають менш чутливими до макроекономічних намірів Національного банку.

Розвиток інфраструктури ринку ОВДП, зокрема поширення цифрових сервісів доступу до торгів на цьому ринку, призводитиме до зниження трансакційних витрат інвестування в боргові папери Уряду України та розширення кола потенційних учасників ринку. Це неминуче вплине на підвищення реальних ефективних дохідностей цього ринку.

Накладання обох тенденцій може розширити диференціал процентних ставок у розрізі цих сегментів ринку. Це може призвести до певного перетікання коштів на борговий ринок. Масштаби такого перетікання радикально не знизять ефективність трансмісійного механізму. В умовах підвищення вірогідності появи структурного дефіциту ліквідності у 2019 році це посилюватиме значення кредитного каналу. Однак зниження впливовості ключової ставки на мотивацію до заощаджень погіршує здатність впливати на сукупні витрати домогосподарств. З огляду на структуру індексу споживчих цін це закладає додаткові труднощі для досягнення Національним банком цілі з інфляції. Наявність розриву у величині реальних ефективних процентних ставок у розрізі сегментів ринку вимагає зниження значимості фактора, що спотворює оподаткування процентів.

Висновки

Масштабність державних запозичень робить їх відчутним чинником впливу на ситуацію в різних секторах економіки України, у тому числі грошово-кредитній сфері. Урахування цього впливу є суттєвим для забезпечення ефективності самої політики запозичень, а також запобігання ймовірним ризикам, які ця політика може формувати.

Україна має високе співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП – майже 72% станом на початок 2018 року. Таке співвідношення перевищує норму Бюджетного кодексу України, згідно з якою загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% ВВП. Високе боргове навантаження (відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП перевищує 70%) і значні видатки на обслуговування боргу є причиною зменшення первинних видатків бюджету на активізацію економічної діяльності.

Високий рівень державного боргу вимагає значних витрат на його обслуговування, наслідками чого є великий обсяг відповідних витрат

державного бюджету, звуження джерел державних інвестицій у розвиток та модернізацію економіки тощо. Великі витрати на обслуговування боргу викликані також тим, що залучення боргових коштів на зовнішніх ринках відбувається за вищими ставками порівняно з середньоринковим. Значною мірою вартість запозичень визначає суверенний рейтинг – Україна має найгірший кредитний рейтинг серед сусідніх країн та країн колишнього СРСР. Починаючи з 2015 року суверенний рейтинг України стабілізувався, але залишився на рівні спекулятивного, що унеможлиблює розміщення боргових фінансових інструментів держави серед інституційних інвесторів, які мають помірний апетит до ризику.

Значне боргове навантаження зумовлює вразливість до впливу низки зовнішніх шоків, зокрема змін відсоткових ставок на світових ринках позичкового капіталу, коливань курсів валют, змін попиту на експортовану Україною продукцію та цін на неї. Валютна структура державного боргу – питома вага запозичень в іноземних валютах становить близько 70% – свідчить про високу вразливість до коливань обмінного курсу національної валюти.

Збереження зовнішньої фінансової стійкості в короткостроковій перспективі (з урахуванням пікових виплат за державним і гарантованим державою боргом у 2019–2021 роках) потребує продовження співпраці з МВФ та іншими ключовими офіційними кредиторами. За наявності сильних ефектів переносу негативні очікування щодо фінансування дефіциту платіжного балансу автоматично трансформуються в очікування девальвації та подальшої інфляції.

Основну частку державного боргу становить зовнішній борг – 64,2% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу (станом на початок вересня 2018 року).

Майже весь внутрішній державний борг (99,7% станом на початок вересня) 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 (81% станом на початок вересня).

Індикатором ефективності здійснення державних запозичень (як і боргової політики загалом) є динаміка їх вартості. Зростанню середньозваженої відсоткової ставки за ОВДП у 2018 році сприяло суттєве зменшення обсягів кредитів від МФО та обмеженість доступу до зовнішніх ринків. Вагомою проблемою під час здійснення державних запозичень є висока вартість позикових ресурсів і перспектива її зростання зважаючи на очікування структурного дефіциту ліквідності банківської системи у 2019 році.

Зовнішні запозичення минулих років у короткостроковому періоді сприяли курсовій стабілізації гривні та дали змогу збільшити міжнародні резерви України. 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 імпорт інфляції, можна констатувати, що зовнішні запозичення містять також оперативний антиінфляційний потенціал, що в умовах інфляційного таргетування розширює можливості Національного банку щодо проведення гнучкої монетарної політики, сприятливої для економічного зростання, одним із найважливіших чинників якого є цінова стабільність у державі.

У поточному році (станом на початок вересня) тенденція щодо збільшення державного боргу, яка спостерігалася протягом 2013–2017 років, призупинилася. Проте накопичені проблеми генерують інфляційні очікування через декілька каналів. Фіскальний канал зумовлення рівня цін передбачає, що в умовах, коли економічні агенти вважають ситуацію із борговою стійкістю держави нестабільною, підвищення рівня цін вдається їм єдиною можливим варіантом приведення номінальної вартості боргових зобов'язань до потенціалу платоспроможності. У такій ситуації прискорення інфляції відбувається без участі монетарної політики. Фіскальні шоки не тільки погіршують ситуацію з відхиленнями від інфляційних цілей, а й провокують сприйняття центробанку інституцією, спроможність якої до боротьби з інфляцією є обмеженою. Аналогічно діє канал негативних очікувань щодо неспроможності Уряду України забезпечити первинний профіцит бюджету на рівні, якій би дав змогу стабілізувати динаміку державного боргу та знижувати його величину надалі.

Також 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 та 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.

Крім того, зовнішні запозичення сприяють формуванню відкладеної "депресивної пастки". 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. Частка ВВП, яка використовується на

погашення і обслуговування зовнішнього боргу, вилучається із продуктивного використання для потреб розвитку національної економіки.

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 тягара його обслуговування зумовлює 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 – ефективні державні інвестиції.

Тому прагматичний підхід до бюджетної політики вимагає 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 та грошово-кредитної політики.

Для нормального обслуговування зовнішнього боргу також необхідно забезпечити перевищення експорту над імпортом. Тому економіка України потребує комплексної програми заходів з фінансової та нефінансової підтримки експорту та імпортозаміщення.

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. Значні вливання бюджетних коштів у період сезонного підвищення попиту на валюту, особливо концентрація бюджетних видатків у грудні (саме державного бюджету), збільшують тиск на валютний ринок з негативними наслідками для курсу та очікувань. Така ситуація повторюється з року в рік та у 2018 році можна очікувати її чергового повторення. Тому зазначені кошти мають витратитися рівномірно та поступово з метою упередження зазначених наслідків для грошово-кредитної сфери.

Також існує ризик додаткових зобов'язань. Ураховуючи майбутні президентські та парламентські вибори у 2019 році є загроза збільшення видатків соціального спрямування, що ускладнить обслуговування та погашення наявного боргу або зумовить необхідність нових запозичень у більших обсягах.

Оздоровлення державних фінансів, зокрема подолання фіскального дефіциту, зниження боргового навантаження та зменшення потреби в проведенні державних запозичень у тривалій перспективі можливе виключно за умов забезпечення стійких темпів економічного зростання. Це зумовлює

необхідність переходу на модель високотехнологічного розвитку економіки. Для цього є сприятливі фінансово-економічні 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.

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

СХВАЛЕНО

Рішенням Ради

Національного банку України

від 30 жовтня 2018 року № 48-рз

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

1. З метою недопущення погіршення макрофінансової ситуації (а саме - для зменшення тиску державних запозичень на грошовий ринок та мінімізації негативного впливу державних витрат на платіжний баланс) привести параметри державного боргу та дефіциту бюджету сектору загальнодержавного управління на 2019 рік у відповідність до рекомендованих МВФ цільових

показників та підтримувати у середньостроковій перспективі траєкторію їх зниження. Зокрема, при плануванні дефіциту державного бюджету виходити із необхідності приведення у середньостроковій перспективі співвідношення обсягу державного та гарантованого державою боргу до ВВП у відповідність до рівня, зазначеного у статті 18 Бюджетного кодексу України.

2. Враховувати законодавче зобов'язання Національного банку щодо забезпечення цінової стабільності, координувати фіскальну політику із монетарною політикою Національного банку, яка спрямована на досягнення цілей по інфляції. Це буде підтримувати макроекономічну стабільність в цілому, а також сприятиме економічному зростанню та зниженню вартості державних запозичень.

3. Для покращення координації фіскальної та монетарної політики (зокрема щодо використання інструментів фіскальної та монетарної політики та узгодження цілей політик), поліпшення якості прогнозування макроекономічних показників й підвищення передбачуваності та ефективності видаткової політики забезпечити ефективне впровадження в практику діяльності Уряду України середньострокового бюджетного планування. З метою запобігання розбалансуванню грошово-кредитного ринку та для забезпечення більш рівномірних і прогнозованих державних видатків 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.

4. Для недопущення розбалансуванню грошово-кредитного ринку в кінці 2018 року та на початку 2019 року, а також для запобігання посиленню 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 ЄКР, а також забезпечення рівномірного й прогнозованого здійснення бюджетних видатків та відшкодування ПДВ.

5. З метою зменшення вразливості державних фінансів до валютних ризиків та збільшення їх стійкості у середньостроковому періоді проводити політику поступового заміщення державного боргу в іноземній валюті запозиченнями в гривні (по мірі погашення боргових зобов'язань, номінованих у іноземній валюті).

6. Для розвитку внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань вжити заходів щодо поступового подовження термінів обігу нових ринкових

розміщень ОВДП в міру зниження інфляції до цільового середньострокового діапазону, що визначений Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу.

7. Спростити доступ інвесторів, у тому числі, фізичних осіб до ринку ОВДП, номінованих у гривні. Активізувати інформаційно-роз'яснювальну роботу серед населення стосовно популяризації та залучення готівкових коштів громадян через ОВДП для забезпечення структурної перебудови економіки.

8. При плануванні змін у системі оподаткування, забезпечити якісне прогнозування змін в обсягах і графіках бюджетних доходів та попередження ризиків виникнення прихованого дефіциту державного бюджету та/або тривалих касових розривів в його виконанні. Передбачити надійні компенсатори можливого тимчасового зменшення податкових надходжень до державного бюджету при плануванні змін у системі оподаткування.

9. З метою створення умов для сталого економічного зростання, розробити програму щодо здійснення випусків цільових ОВДП, які обліковуватимуться за спеціальним фондом державного бюджету, кошти від емісії яких спрямовуватимуться на підтримку проектів розвитку та модернізації економіки України (зокрема, високотехнологічних галузей економіки), сприяння експорту та імпортозаміщенню.

10. Відновити проведення реального реформування податкової системи, механізмів адміністрування податків, а також Державної фіскальної служби та митниці з метою підвищення ефективності їх роботи та протидії ухиленню від сплати податків і митних платежів.

11. Разом із профільними комітетами Верховної Ради активізувати роботу з підготовки законопроектів з питань розширення податкової бази і протидії незаконному переміщенню прибутків резидентів за кордон.

12. Для сприяння досягненню стійких темпів економічного розвитку в середньо- та довгостроковій перспективі та в рамках переходу до середньострокового бюджетного планування передбачити поступове збільшення частки капітальних видатків в загальних видатках державного бюджету.

13. Підвищити відповідальність розпорядників коштів, які беруть участь в програмах, що фінансуються за рахунок цільових кредитів МФО, за неефективну роботу з їх реалізації, зокрема невиконання умов, передбачених такими програмами та, як наслідок, недоотримання запланованих коштів.

14. Розглянути можливість внесення змін до Закону України "Про публічні закупівлі" що сприятимуть зменшенню імпоротної складової в державних

закупівлях шляхом, за інших рівних умов (у т.ч. співставності якісних характеристик), надання переваги товарам, виробленим в Україні.

Голова Ради

Національного банку України

Б. М. Данилишин