

СТАН ДЕРЖАВНИХ ФІНАНСІВ ТА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ у 2020 році



GROWFORD

for Global Research on Optimal Ways for Development
INSTITUTE

Аналітичний огляд



Київ 2021

ЗМІСТ

I. Доходи державного бюджету та пріоритети податкової політики.	3
II. Трансформація видатків бюджету та його дефіцит	15
III. Джерела фінансування дефіциту та проблемні питання ринку державних запозичень	23
IV. Аналіз стану державного боргу України та рівня боргових ризиків.....	35
V. Висновки і пропозиції	46

I. ДОХОДИ ДЕРЖАВНОГО БЮДЖЕТУ ТА ПРІОРИТЕТИ ПОДАТКОВОЇ ПОЛІТИКИ.

У сфері оподаткування 2020 рік пройшов під знаком підвищення ефективності адміністрування Державною податковою службою України.

За оцінками експертів МВФ у 2020 році світова економіка впала на 3,5%, а ВВП європейських країн з ринками, що формуються, зменшився в середньому на 2,8%¹. За попередніми оцінками ВВП України зменшився на 4,5%. Незважаючи на це, України стала однією з небагатьох країн світу, де сумарні податкові надходження не зменшились. У підсумку сукупні податкові надходження зведеного бюджету України номінально зросли на 9,5%. Найбільша частка цього приросту була забезпечена підвищенням ефективності адміністрування ПДВ, що стало результатом успішної протидії практиці формування фіктивного податкового кредиту.

2020 рік Державний бюджет України було виконано з наступними показниками (див. табл. 1). **Обсяг податкових надходжень до державного бюджету склав 851,1 млрд грн, неподаткових надходжень – 212,9 млрд.** Загальний обсяг доходів державного бюджету становить **1 065,4 млрд грн**. Співвідношення податкових надходжень бюджету до неподаткових складає 79% на 21%.

Таблиця 1

Доходи державного бюджету України 2018 - 2020 рр., млн грн

	2019	2020	Δ +/-
Усього доходів	998 344,9	1 076 016,7	+77 671,80
Офіційні трансферти	8 725,0	10 658,0	+1 933,00
Разом доходів (без урахування міжбюджетних трансфертів)	989 619,9	1 065 358,7	+75 738,8
Податкові надходження	799 776,0	851 115,6	+51 339,6
Податки на доходи, податки на прибуток, податки на збільшення ринкової вартості	217 040,4	225 976,3	+8 935,9
<i>Податок та збір на доходи фізичних осіб</i>	109 954,0	117 281,3	+7 327,3
<i>Податок на прибуток підприємств</i>	107 086,3	108 695,0	+1 608,7
Рентна плата та плата за спеціальне використання природних ресурсів, з них:	46 746,9	52 475,7	+5 728,8
<i>Рентна плата за користування надрами</i>	41 258,5	47 122,1	+5 863,6
Внутрішні податки на товари та послуги	502 048,1	538 896,2	+36 848,1
<i>Акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції), включаючи особливий податок на операції</i>	69 897,1	80 449,3	+10 552,2

<i>з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами</i>			
Акцизний податок з ввезених на митну територію України підакцизних товарів	53 460,8	57 846,9	+4 386,1
Податок на додану вартість з вироблених в Україні товарів (робіт, послуг) з урахуванням бюджетного відшкодування, з них:	88 929,8	126 486,6	+37 556,8
<i>Податок на додану вартість з вироблених в Україні товарів (робіт, послуг)</i>	240 828,6	269 589,7	+28 761,1
<i>Бюджетне відшкодування податку на додану вартість</i>	-151 901,2	-143 108,6	+8 792,6
Податок на додану вартість з ввезених на територію України товарів	289 760,4	274 113,5	-15 646,9
Податки на міжнародну торгівлю та зовнішні операції	30 086,0	30 460,5	+374,5
Інші податки та збори, з них:	3 855,0	3 306,2	-548,8
<i>Екологічний податок</i>	3 854,4	3 307,2	-547,2
Неподаткові надходження	186 750,1	212 946,9	+26 196,8
Доходи від власності та підприємницької діяльності, з них:	114 414,8	119 155,9	+4 741,1
<i>Частина чистого прибутку (доходу) державних або комунальних унітарних підприємств та дивіденди (дохід), нараховані на акції (частки) господарських товариств, у статутних капіталах яких є державна або комунальна власність</i>	46 297,3	70 729,5	+24 432,2
<i>Кошти, що перераховуються Національним банком України відповідно до Закону «Про Національний банк України»</i>	64 898,5	42 722,5	-22 176,0
Адміністративні збори та платежі, доходи від некомерційної господарської діяльності, з них:	10 377,8	9 772,0	-605,8
<i>Плата за надання адміністративних послуг</i>	2 343,5	2 871,5	+528,0
<i>Судовий збір</i>	3 411,6	3 434,5	+22,9
<i>Надходження від орендної плати за користування цілісним майновим комплексом та іншим державним майном</i>	1 554,9	1 300,9	-254,0
Інші неподаткові надходження, з них:	15 762,6	15 038,2	-724,4
<i>Збори на обов'язкове державне пенсійне страхування з окремих видів господарських операцій</i>	9 231,7	9 535,6	+303,9
Власні надходження бюджетних установ	46 194,9	68 980,8	+22 785,9
Доходи від операцій з капіталом	183,0	79,4	-103,6
Трансфери від Європейського Союзу, урядів іноземних держав, міжнародних організацій, донорських установ	1 139,9	1 029,7	-110,2
Цільові фонди	1 770,8	187,1	-1 583,7

Джерело: складено автором за даними ДКСУ, НБУ

З наведених даних ми бачимо, що в доходах бюджету найбільший приріст відбувся за такими статтями доходів. Сума надходжень від сплати податку на доходи фізичних осіб збільшилась порівняно з 2019 роком на 7,327 млрд грн. Основна стаття доходів від сплати цього податку – це податок з доходів фізичних осіб, отриманих у вигляді заробітної плати – 63,3%. Приріст надходжень за цієї статтею бюджету в основному зумовлений підвищенням з 1 вересня минулого року мінімальної заробітної плати. 23,9 млрд грн або 20,4% від загальної суми за статтею «податок на збір на доходи фізичних осіб» становлять зарахування від сплати військового збору.

Суттєве перевиконання планових показників спостерігається за надходженнями від сплати непрямих податків (ПДВ і акцизний податок) з вироблених в Україні товарів. Це загальний позитивний тренд року, який зумовлений, в першу чергу, підвищенням ефективності адміністрування цих податків Державною податковою службою України. У минулому році приріст надходжень до державного бюджету від сплати ПДВ з вироблених в Україні товарів склав +37,556 млрд грн (+42%), а від сплати акцизного податку - +10,552 млрд грн (+15,4%).

Найбільше скоротились надходження від сплати ПДВ з товарів, ввезених на митну територію України (-15,646 млрд грн), що пов'язано з двома основними чинниками. Перший – загальне падіння торгівельної активності на міжнародному рівні, пов'язане з економічним локдауном і стримуючими заходами, що вживаються різними країнами світу у зв'язку з пандемією COVID-19. За даними НБУ імпорт товарів і послуг в Україну у минулому році скоротився на 19% у порівнянні з 2019 р. Другий чинник – недостатня ефективність адміністрування митних платежів з боку Державної митної служби України.

Відбиттям процесів зменшення ділової активності суб'єктів господарювання є падіння на 547,2 млн грн надходження від сплати екологічного податку. На 8,792 млрд грн або на 5,8% менше порівняно з 2019 роком відшкодовано ПДВ. Експорт товарів і послуг з України за даними НБУ у 2020 р. скоротився на 4,7%. У зв'язку з рецесією приріст надходжень від сплати податку на прибуток підприємств склав лише 1,608 млрд грн.

Незважаючи на мораторій з 18 березня минулого року на проведення окремих податкових перевірок, встановлений Законом України №530-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на запобігання виникненню і поширенню коронавірусної хвороби (COVID-19)» у зв'язку з впровадженням карантинних заходів, контрольньо-перевірочна робота ДПС України у 2020 році була досить успішною. В цілому кількість перевірок суттєво зменшилась з 13877 у 2019 році до 7449 у 2020 р. За результатами контрольньо-перевірочної роботи платникам податків донараховано 6,8 млрд грн податкових зобов'язань, 2,2 млрд з яких вже сплачено. Традиційно найбільш результативними є перевірки офісу великих платників податків.

За результатами перевірок значна частина рішень контролюючих органів платниками податків оскаржується. Середній показник узгоджених сум донарахувань за останні два роки становить 40%. При цьому за результатами самооцінки ДПС у більш як 50% випадків скасування рішень контролюючих органів було пов'язано з недостатнім доведенням у суді встановленого правопорушення чи неякісним проведенням перевірки.

Як зазначалось раніше, особливо результативною контрольно-перевірочною та аналітичною роботою ДПС була в частині адміністрування ПДВ, який виступає основним бюджетоутворюючим податком. У звітному періоді проведено 1,6 тис документальних перевірок заявників бюджетного відшкодування ПДВ, за результатами яких зменшено суму податкового зобов'язання, заявлену до бюджетного відшкодування **на 1,5 млрд грн, також знижено суму від'ємного значення податку, відповідно, донараховано ПДВ на 952 млн грн.** За цей же період проведено 1,2 тис перевірок декларантів від'ємного значення ПДВ, за результатами яких зменшено **суму від'ємного значення податкового зобов'язання і донараховано ПДВ на 3,8 млрд грн.** У процесі податкового аудиту впродовж року було відпрацьовано 3,9 тис суб'єктів господарювання, які були вигодонабувачами сумнівного податкового кредиту. Таким чином, зменшено від'ємне значення податкового зобов'язання і унеможливлено незаконне відшкодування ПДВ **на суму 3,2 млрд грн.**

Серед неподаткових надходжень державного бюджету найбільший приріст доходів відбувся за статтею «Частина чистого прибутку (доходу) державних або комунальних підприємств» (+24,432 млрд грн), водночас, майже пропорційно до цієї величини зменшилась частка коштів, що перераховується до державного бюджету Національним банком України (-22,176 млрд грн). Власні надходження бюджетних установ, що зараховуються до їх спеціального фонду, зросли на 22,785 млрд грн.

Податкові надходження місцевих бюджетів України за минулий рік становили 285,6 млрд грн, що складає 60,5% дохідної частини бюджетів. Найбільшу частку доходів місцевих бюджетів забезпечує частина податку на доходи фізичних осіб, яка спрямовується до відповідних територіальних громад. Загальним підсумком в доходах місцевих бюджетів від сплати податку на доходи фізичних осіб надійшло 177,8 млрд грн або 62,3% усіх податкових надходжень. Частка місцевих податків в податкових надходженнях місцевих бюджетів складає 26,4% або 75,5 млрд грн. Від сплати податку на майно до місцевих бюджетів надійшло 37,4 млрд грн, а від єдиного податку – 38 млрд грн. Слід зазначити, що, незважаючи, на обмежувальні заходи, пов'язані з економічним локдауном, надходження від сплати єдиного податку фізичними та юридичними особами, які перебувають на спрощеній системі оподаткування не зменшились, а продовжили зростання, хоча й з меншими темпами приросту, ніж в попередні роки. Це дозволяє сподіватись, що наслідки обмежувальних заходів не були згубними для основної маси

підприємців і вжиті підтримуючі заходи з боку держави сприятимуть якнайшвидшому відновленню економічної активної суб'єктів господарювання.

Місцеві бюджети за статтею «Офіційні трансфери від органів державного управління» у минулому році отримали 160,2 млрд грн, що складає 34% їхніх доходів.

Податковий коефіцієнт – сума усіх податкових надходжень, зборів і внесків, що були сплачені всіма платниками податків до Зведеного бюджету України і Пенсійного фонду протягом 2020 року – склав у відносному виразі 40,4% ВВП². Декомпозиція цього інтегрального показника представлена в таблиці 2.

Таблиця 2

**Декомпозиція податкового коефіцієнту в Україні за податковими агрегатами, податками і базами оподаткування у 2020 р.,
% загальних податкових надходжень, зборів і внесків**

ПОДАТКОВИЙ КОЕФІЦІЄНТ=40,4% ВВП					
Споживання=14,4%ВВП		Капітал=3,5% ВВП	Праця=22,5%ВВП		
Непрямі податки=33,3%		Прямі податки=30,5%		Внески до ПФУ=31,6%	Інші=4,6%
ПДВ=24%	Акцизний податок=9,3%	Прямі з юр/осіб=11,1%	Прямі з фіз/осіб=19,4%	Внески до ПФУ=31,6%	Інші=4,6%
ПОДАТКОВІ НАДХОДЖЕННЯ, ЗБОРИ І ВНЕСКИ=100%					

Джерело : складено автором за даними ДПСУ, ДССУ, ПФУ згідно класифікації ОЕСР

У порівнянні з 2019 роком спостерігаємо зростання податкового коефіцієнту на 3,4 відсоткових пункти. Воно зумовлено тим, що відбулось незначне збільшення оподаткування споживання (+0,4 в.п. ВВП), зросло податкове навантаження на фактор виробництва працю (+4,5 в.п. ВВП) і зменшилось податкове навантаження на фактор виробництва капітал (-1,5% ВВП). Слід зазначити, що сукупний рівень податкового навантаження на економіку у 2020 році є найбільшим за останні 20 років. Майже на такому високому рівні, а саме 39,6% ВВП, він був лише у 2012 році.

² Розраховано виходячи з попередньої оцінки номінального ВВП за 2020 рік в розмірі 4,104 млрд грн.

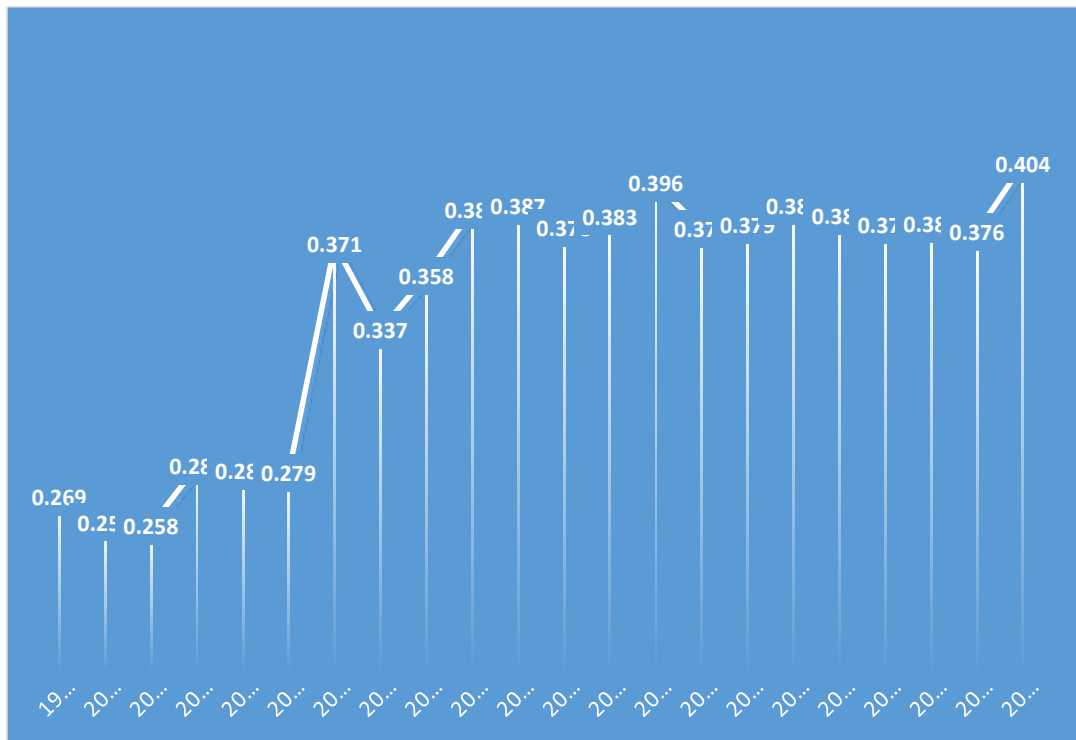


Рис. 1. Значення податкового коефіцієнту, 1999 – 2020 рр.

Джерело: складено автором за даними ДКСУ, ДПСУ, ПФУ

Основними складовими податкового коефіцієнту, традиційно, є чотири бюджетоутворюючих податки і єдиний соціальний внесок. У 2020 році їх сумарна частка склала 30,9% ВВП. Найменшу питому вагу займає податок на прибуток підприємств. У 2020 році його частка становила 2,9% ВВП. Частка акцизного податку складає за минулий рік 3,7% ВВП. На 1,4 в.п. зросла частка ЄСВ в структурі ВВП до 7,3%, ПДФО – на 0,3 в.п. до рівня 7,2% ВВП. Частка найбільшого за своєю питомою вагою податку – ПДВ – зросла до 9,8% ВВП (див. рис. 2).

Таким чином, найбільшою базою оподаткування в Україні виступає праця (22,5% ВВП), а другим за величиною об'єктом оподаткування є споживання (14,4% ВВП).

Динаміка зміни складових податкового коефіцієнту протягом 2000 – 2020 років представлена на рисунку 2.

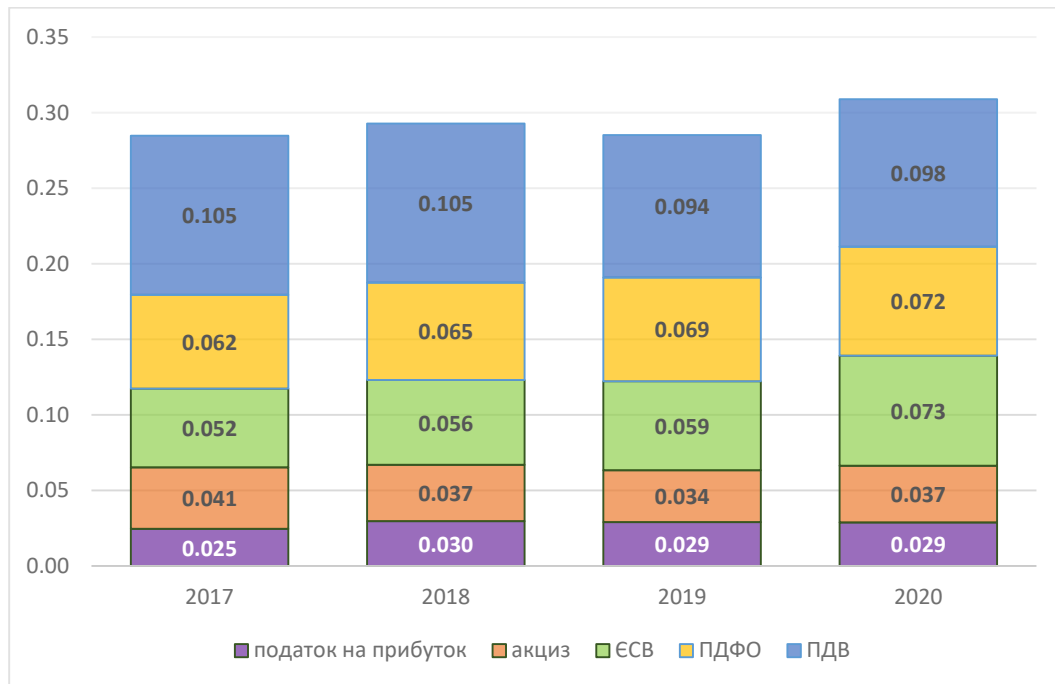


Рис. 2. Декомпозиція податкового коефіцієнту за основними складовими, 2017 – 2020 рр., % ВВП

Джерело : складено автором за даними ДПСУ, ДССУ, ПФУ

Наочно простежується довгострокова тенденція до зростання двох основних складових – податку на доходи фізичних осіб, частка якого в загальних доходах державних фондів (зведений бюджет та пенсійний фонд разом) становить 19,4%, ЄСВ та суми бюджетних трансферів з державного бюджету на покриття дефіциту Пенсійного фонду – 31,6%.

У зв'язку з цим, підтверджується основний висновок, досягнутий в наших попередніх дослідженнях про те, що податкова система України має суттєві структурні деформації, які з плином часу лише підсилюються. Саме тому економіка України все більше віддаляється від траєкторії свого оптимального розвитку. Основна структурна деформація, яка абсолютно очевидна, полягає у тому, що в структурі вітчизняної системи оподаткування домінують два податки - **податок на доходи фізичних осіб і ПДВ**, які в підсумку **призводять до суттєвого податкового навантаження на доходи і витрати найменш заможних громадян нашої країни**³.

³ Пріоритети податкової політики держави у 2021 році. Дослідження з питань економічної політики №1, 2021. Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://www.growford.org.ua/research/priorytety-podatkovoyi-polityky-derzhavy-u-2021-rotsi/>

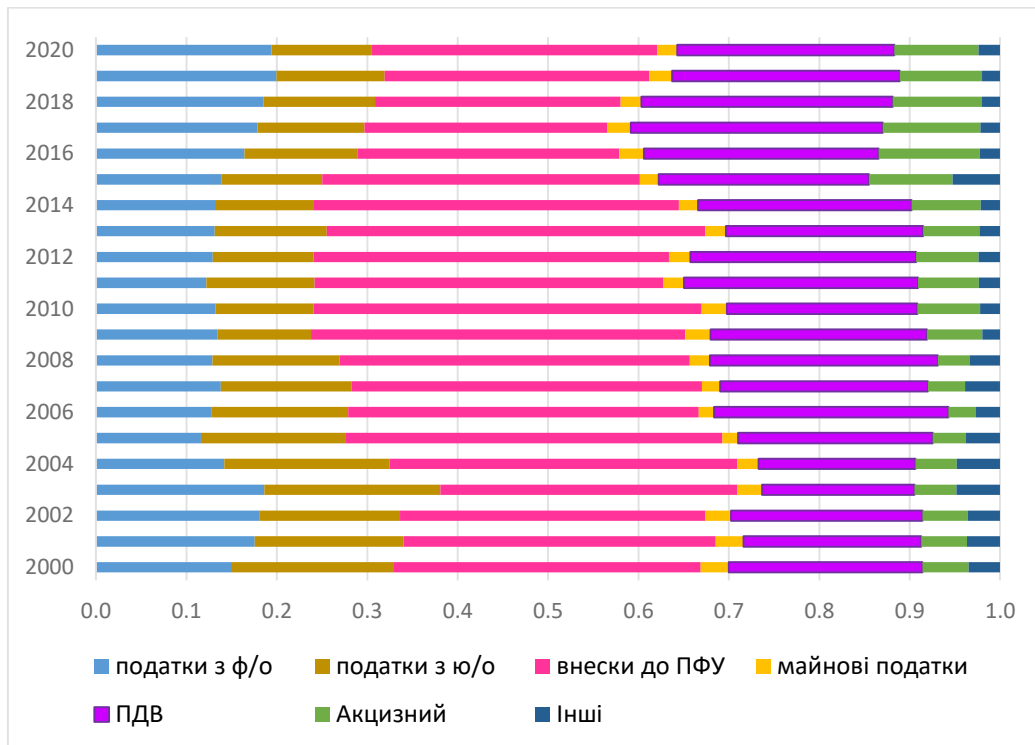


Рис. 3. Структура усіх податкових надходжень, зборів і внесків в Україні, % у 2000 - 2020 рр.

Джерело : складено автором за даними ДПСУ, ДКСУ, ПФУ

Слід звернути увагу на те, що обсяги нагромадження основного капіталу впродовж 2020 року залишались на критично низькому рівні за останні двадцять років. Ця величина становить біля 12% ВВП. Без інвестицій економіка зростати не може, а тому будь-які раціональні ініціативи щодо зменшення податкового навантаження можуть бути прийнятними, особливо ті, що дозволяють стимулювати вихід з рецесії та відновити стале економічне зростання.

Ми вважаємо, що за останні роки досягнуто критичних рівнів податкового навантаження на економіку, збільшення в подальшому якого може призвести лише до пригнічення економічного розвитку.

Нелінійна зворотна залежність між темпами зростання реального ВВП і величиною податкового коефіцієнту (крива Армея), що представлена на рисунку 4, дозволяє зробити висновок, що **величина податкового коефіцієнту вже на рівні 39-40%ВВП є гранично допустимою для підтримки позитивних темпів економічного зростання в Україні. Тому подальше збільшення податкового навантаження на економіку є неприпустимим.**

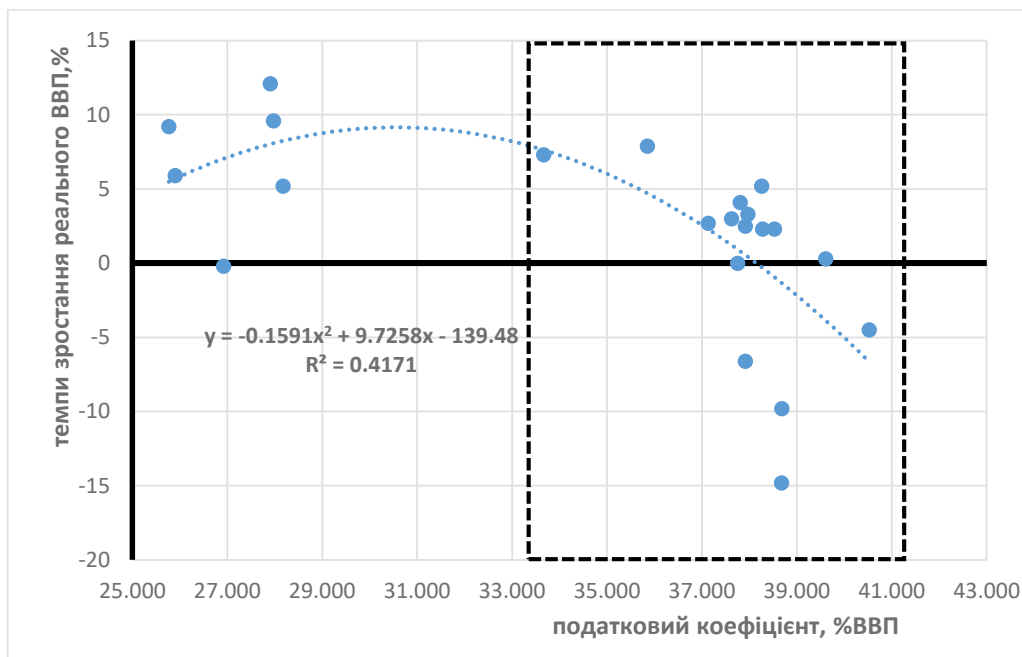


Рис. 4. Залежність темпів зростання реального ВВП і величини податкового коефіцієнту, 1999 – 2020 рр.

Джерело : складено автором за даними ДПСУ, ДКСУ, ДССУ

У визначеній на рисунку 4 штрих-пунктирною лінією області коефіцієнт еластичності темпів економічного зростання за величиною податкового коефіцієнту дорівнює майже -3%. Це іншими словами означає, що приріст податкового коефіцієнту на 1% в області його гранично допустимих значень зменшує темпи приросту реального ВВП на 3%.

Одним із центрів формування податкової політики держави виступає Верховна рада України. З лютого по липень поточного року буде тривати V сесія Верховної ради IX скликання. До уваги громадськості представлений план роботи Верховної ради та її комітетів в тому числі комітету з питань фінансів, податкової та митної політик. З огляду на це, нам здається, цікавим розглянути окремі зареєстровані для розгляду законопроекти та проаналізувати яким чином вони можуть вплинути на зміст податкової політики держави в найближчій перспективі.

До розгляду на цій сесії зареєстровано 23 законопроекти, щодо підготовки яких комітет з питань фінансів, податкової та митної політик визначено головним виконавцем. З цього переліку законопроектів 11 стосуються сфери адміністрування податків, 7 - зміни елементів податків і 1 законопроект в п'яти різних варіантах (№4101) зачіпає обидві сфери. Оскільки більшість законопроектів, винесених на розгляд, стосується процедури адміністрування податків, і не впливають на розподіл податкового навантаження, визначення баз, пільг чи платників, то їх аналіз в даному контексті буде недоречним. На відміну від них, серед решти законодавчих ініціатив на особливу увагу заслуговує

законопроекти №3665 щодо запровадження податку на виведений капітал, №3761 щодо особливостей оподаткування суб'єктів господарювання, які реалізують інвестиційні проекти, №4101 щодо забезпечення збалансованості бюджетних надходжень. Останній законопроект є комплексним і стосується відразу декількох податків і важливих сфер податкового процесу. За оцінками розробників цього документу, передбачається, що реалізація норм законопроекту дозволить збільшити надходження податків і зборів до: державного бюджету – на 2,7 млрд грн, місцевих бюджетів – на 0,5 млрд грн.

Скасування мораторію на проведення документальних та фактичних перевірок дозволить посилити тренд підвищення ефективності податкового адміністрування, який був сформований у минулому році. Слід визнати позитивним моментом також норму, яка дозволяє визначити, що бюджетне відшкодування ПДВ може здійснюватися не тільки в рахунок погашення податкового боргу з інших платежів, що сплачуються до державного бюджету, а в рахунок погашення податкового боргу з інших загальнодержавних податків, визначених у статті 9 Податкового кодексу України. Обмеження строку розгляду скарг платників податків на рішення контролюючого органу щодо зупинення реєстрації податкової накладної/ розрахунку коригування в Єдиному реєстрі податкових накладних, строком 10 календарних днів з дня отримання таких скарг, також виглядає доречним рішенням і дозволяє дотримуватись оптимального балансу інтересів між платниками податків і контролюючими органами.

Не зовсім обґрунтованим, на нашу думку, є передбачене у цьому законопроекті зменшення мінімального розміру площі сільськогосподарських угідь, земель водного фонду з двох гектарів до 1,05 гектарів для фізичних осіб – платників єдиного податку четвертої групи. Адже, згідно з пп.1.24 ст. 165 Податкового кодексу України передбачається, що доходи отримані фізичними особами від продажу с/г продукції власного виробництва, отримані від ведення особистого селянського господарства на земельних ділянках, сукупний розмір яких не перевищує 2 гектари, не оподатковуються.

Уточнення потребує норма щодо індексації ставок акцизного податку на алкогольні напої, екологічного податку (крім ставок екологічного податку за викиди двоокису вуглецю та за скиди забруднюючих речовин у водні об'єкти) та рентної плати за користування радіочастотним ресурсом України з урахуванням прогнозного індексу споживчих цін вже на поточний рік.

У цілому, окремі законодавчі ініціативи одного з основних центрів формування державної податкової політики є слушними і вчасними. **Проте вони не дозволяють усунути вагомі структурні диспропорції податкової системи України, про які було зазначено у дослідженні Growford Institute щодо пріоритетів податкової політики держави на 2021 рік. Не очікується також**

зменшення загального надвисокого рівня податкового навантаження, яке стримує відновлення стабільних темпів зростання вітчизняної економіки.

З огляду на це, основне завдання державної податкової політики на поточний рік і середньострокову перспективу полягає у нейтральному, стосовно доходів державного бюджету, податковому зсуву (revenue neutral tax shift). **Така нейтральність дозволяє зберегти достатні обсяги податкових надходжень державного бюджету в абсолютних величинах, але має супроводжуватись поступовим зменшенням у середньостроковій перспективі податкового навантаження у відносному вимірі з метою створення умов для відновлення сталого економічного зростання.** Нагадаємо, що на нашу думку, слід здійснити загальний перерозподіл податкового навантаження шляхом застосування усього переліку податків та їх складових елементів (платники, об'єкти, база, пільги, ставки тощо), що має призвести як до усунення диспропорцій самої податкової системи України, так і сприятиме структурній модернізації вітчизняної економіки у довгостроковому періоді та зростанню рівня добровільності сплати податків.

Такі потенційні зрушення не суперечитимуть і узгоджуватимуться з пріоритетами податкової політики, рекомендованими експертами країн ЄС: (1) стимулювати інвестиції та сприяти вирішенню позитивних і негативних екстерналій; (2) підвищувати ефективність податкового адміністрування та податкову визначеність; (3) створювати робочі місця; (4) зменшувати нерівність та, нарешті, (5) підвищувати добровільність сплати податків⁴.

Для цього нами запропонований **комплекс заходів в сфері податкової політики держави**, ключовий серед яких полягає у **зменшенні нормативної ставки ПДВ з 20% до 15%**. Крім цього, пропонується здійснити також інші кроки, а саме, **залучення нових об'єктів для оподаткування акцизним податком, зміни моделі і процедур адміністрування податку на нерухомість, підвищення фіскальної ефективності екологічного податку.**

У подальшому, враховуючи в першу чергу існуючі бюджетні обмеження державного і місцевих бюджетів, з метою виправлення структурних диспропорцій податкової системи України слід розглядати можливості **запровадження помірно прогресивної шкали ставок ПДФО з одночасним поступовим наближенням неоподаткованого доходу до законодавчо визначеного прожиткового мінімуму** безвідносно до соціального статусу та рівня доходів, отриманих у вигляді заробітної плати, обмеження щодо яких встановлено пп. 4.1. ст. 169 Податкового кодексу України. Це дозволить підвищити прогресивність перерозподілу податкового навантаження за рівнем доходів фізичних осіб.

⁴ Tax policies in the European Union survey. Електронний ресурс. – Режим доступу : https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/tax-good-governance/european-semester/tax-policies-european-union-survey_en

Таку трансформацію податкової системи потрібно здійснювати протягом середньострокового періоду (3 – 5 років), під час якого також розпочати градаційну зміну пропорцій сплати ЄСВ між роботодавцем і найманим працівником шляхом зменшення частки роботодавців і відповідного збільшення частки ЄСВ, що сплачується найманими працівниками. При цьому, частка коштів ЄСВ, що сплачується найманим працівником має бути спрямована до накопичувальної недержавної пенсійної системи.

Враховуючи не тільки сутність, а й послідовність запровадження окреслених нами заходів у середньостроковій перспективі, в цілому має дотримуватись баланс доходів і витрат державного бюджету в достатніх межах, для того щоб мінімізувати втрати від зменшення податкового навантаження в короткостроковому періоді.

II. ТРАНСФОРМАЦІЯ ВИДАТКІВ БЮДЖЕТУ ТА ЙОГО ДЕФІЦИТ

З початку пандемії COVID-19 відбулися суттєві зрушення в системах державних фінансів багатьох країн. Найбільш помітними серед них стали:

- дія класичних автоматичних стабілізаторів кризового періоду, що проявлялася як зниження податкових надходжень і зростання циклічних витрат;
- боротьба з економічною та епідеміологічною кризою, що вимагала суттєвого пом'якшення фіскальної політики та впровадження її дискреційних заходів (сума фіскальних пакетів порятунку в світі вже сягнула 14 трлн дол. США);
- криза систем охорони здоров'я, що спонукала до виділення додаткових бюджетних ресурсів на медичні цілі і призводила до порушення встановлених фіскальних правил (лімітів бюджетного дефіциту, державного боргу, ін.).

На міжнародному рівні у даний час визнається необхідність продовження активної фіскальної політики з метою захисту людей, які не мають засобів для існування, а також стимулювання процесів відновлення економіки, в тому числі через надання субсидій життєздатним підприємствам і фінансування державних інвестицій. За висновком фахівців МВФ фіскальна політика при цьому повинна бути досить гнучкою та реагувати на потреби захисту людей, змінюватися в залежності від стадії еволюції епідемії, підтримувати сукупний попит, гарантувати стійкість державного боргу та сприяти структурним змінам у напрямку побудови стійкої, інклюзивної та екологічно чистої економіки.⁵

За висновком МВФ, хоча державні борги і зростають по всьому світу, більш нагальним пріоритетом для більшості держав є уникнення передчасного припинення фіскальної підтримки економіки. Така підтримка має бути продовжена, щонайменше, до кінця 2021 р. і забезпечувати підживлення процесу відновлення економіки та пом'якшення тривалих деструктивних ефектів пандемії.

Надалі проаналізуємо динаміку і структуру бюджетних видатків України, а також оцінимо національну бюджетну політику в контексті її економічної обґрунтованості, стабілізаційних властивостей і відповідності глобальним трендам.

В абсолютному вираженні фінансування видатків державного бюджету в 2020 р. було збільшено на 19,8%, а видатків Зведеного бюджету – на 16,2% відносно 2019 р. (при тому, що номінальний ВВП збільшився лише на 2,4%). При цьому за 12 місяців 2020 р. видаткову частину державного бюджету було недофінансовано на 5%, а Зведеного бюджету – на 6,3% відносно плану (табл. 3).

⁵ International Monetary Fund. Fiscal Monitor, October 2020. Retrieved from: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>

Таблиця 3

Видатки бюджетів України за 2019 і 2020 роки,
млрд грн (якщо не вказано інше)

Показники видатків	2019	2020	Темп зростання, %
Видатки Державного бюджету всього	1075.1	1288	19.8
<i>% виконання плану</i>	95.2%	95.0%	-0.2
Видатки Зведеного бюджету всього	1372.4	1595.3	16.2
<i>% виконання плану</i>	94.1	93.7	-0.4
- державне управління	83.0	83.6	0.7
- обслуговування державного боргу	120.1	121.2	0.9
- оборона	106.6	120.4	12.9
- громадський порядок, судова влада	143.7	159.5	11.0
- економічна діяльність	154.2	262.8	70.4
<i>в т.ч. дорожнє господарство</i>	67.7	132.7	96.0
- охорона навкол.природного середовища	9.7	9.1	-6.2
- житлово-комунальне господарство	34.5	32.2	-6.7
- охорона здоров'я	128.4	175.8	36.9
- духовний та фізичний розвиток	31.6	31.7	0.3
- освіта	238.8	252.3	5.7
- соціальний захист і забезпечення	321.8	346.7	7.7
<i>в т.ч. трансферти Пенсійному фонду</i>	181.8	202.3	11.3

Джерело: розрахунки автора за даними Держказначейства.

Порівняння темпів зростання видатків відносно попереднього року дозволяє встановити дійсні **пріоритети витрачання державних коштів** у кризовому 2020 році. Так, найвищими темпами приросту фінансування характеризувалися наступні статті функціональної класифікації видатків Зведеного бюджету:

- дорожнє господарство – приріст на 65 млрд грн або на 96%;
- охорона здоров'я – на 47,4 млрд грн або на 36,9%;
- оборона – на 13,8 млрд грн або на 12,9%;
- трансферти Пенсійному фонду – на 20,5 млрд грн або на 11,3%;
- громадський порядок, безпека і судова влада - на 15,8 млрд грн або на 11%.

Сферами-аутсайдерами за отриманими обсягами бюджетного фінансування в 2020 році стали:

- житлово-комунальне господарство – скорочення фінансування на 2,3 млрд грн або на 6,7%;
- духовний та фізичний розвиток – збільшення на 0,1 млрд грн або на 0,3%;
- державне управління – приріст фінансування на 0,6 млрд грн або на 0,7%;
- освіта - приріст на 13,5 млрд грн або на 5,7%.

Щодо виконання затверджених видатків бюджету, то **найменшими обсягами недофінансування відносно річного плану** характеризувалися такі сфери (див. рис. 5):

- оборона – невиконання плану фінансування на 1,7%;
- громадський порядок, безпека і судова влада – на 3,1%;
- соціальний захист і соціальне забезпечення – на 2,6%;
- охорона здоров'я – на 5,9%.

При сумарному недофінансуванні видатків зведеного бюджету на 6,3% відносно річного плану **найбільшими обсягами недоотриманого фінансування** відзначалися такі сфери (див. рис. 5):

- охорона навколишнього природного середовища – невиконання плану фінансування на 20%;
- обслуговування державного боргу – на 11,8%;
- економічна діяльність – на 9,4%;
- державне управління – на 8,5%;
- духовний і фізичний розвиток – на 8,4%;
- освіта – на 7,4%.

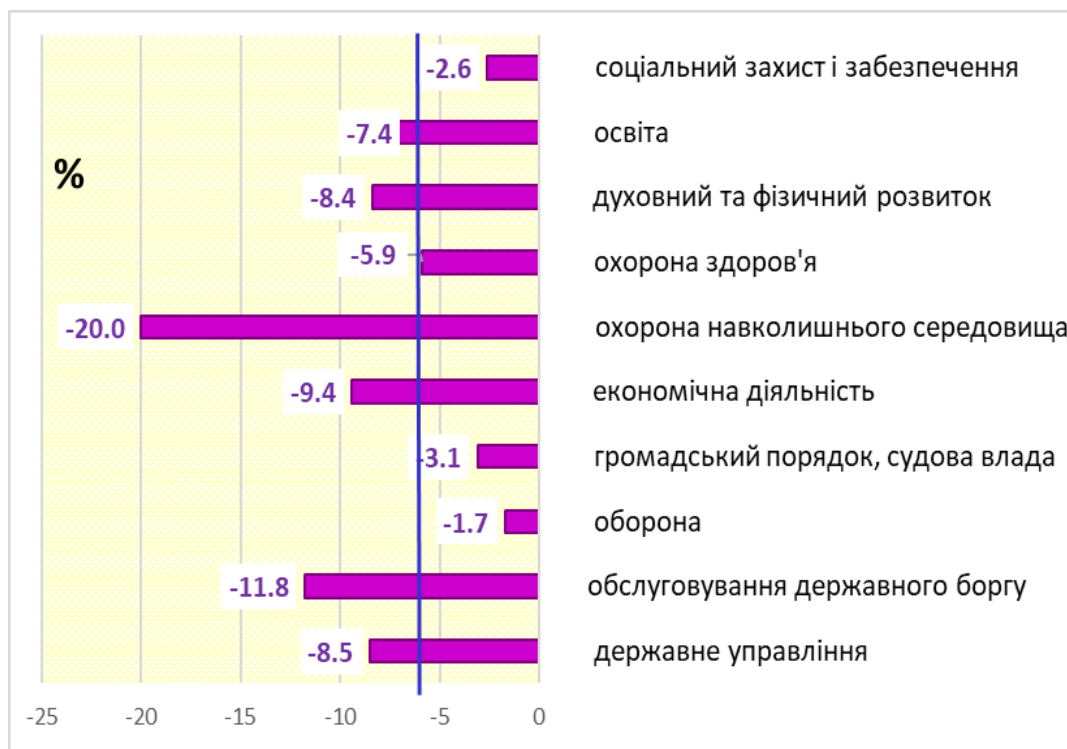


Рис. 5. Відхилення фактичного фінансування від планового за функціями держави по Зведеному бюджету в %

Джерело: розраховано автором за даними Державного казначейства.

Таким чином, аналіз виконання бюджетного плану та темпів збільшення бюджетних асигнувань відносно попередніх років дозволяє зробити висновки про фактичні **пріоритети** витрачання бюджетних коштів у 2020 році. Ними стали **дорожнє господарство; охорона здоров'я; оборона; громадський порядок, безпека і судова влада**. З іншого боку, значними сумами **недофінансування** відзначалися функції **державного управління, освіти, духовного і фізичного розвитку, охорони природного середовища**.

Отже, в 2020 році **органи державної влади України зосереджували обмежені бюджетні ресурси на вкрай важливих для країни напрямках, пов'язаних із збереженням здоров'я населення, захистом країни від зовнішнього ворога, а також відбудовою дорожньої інфраструктури країни**. І це було цілком виправданим в умовах пандемії, економічної кризи та триваючої військової агресії. Але негативної оцінки заслуговують державні рішення щодо **утримання «на голодному пайку» сфер освіти, духовного і фізичного розвитку**, які з часу радикальних реформ 2014-2015 рр. перебувають у напівзруйнованому стані. З іншого боку, **практика перманентного нарощування видатків на правоохоронні і судові органи також не є обґрунтованою**. Такі видатки відносяться до державного споживання, яке не сприяє збільшенню людського чи фізичного капіталу країни і незначною мірою впливає на сумарну продуктивність факторів виробництва.

У 2020 році не відбулося радикальних зрушень у частині посилення інвестиційної спрямованості державних видатків. Капітальні видатки Зведеного і державного бюджетів України у 2020 р. зросли незначною мірою. Так, абсолютна сума капітальних видатків Зведеного бюджету збільшилася із 156 млрд грн у 2019 р. до 169 млрд у 2020 р. А відносна величина капітальних видатків бюджету (в % до ВВП) зросла з 3,9% до 4,2%. Капітальні видатки державного бюджету також фінансувалися на більш високому рівні в 2020 р. відносно попередніх років, але приріст фінансування становив всього 0,3 – 0,4% ВВП (див. табл. 4).

Особливу увагу громадськості привертав феномен кардинального збільшення фінансування Державного агентства автомобільних доріг України: з 26,5 млрд грн у 2018 р і 35,1 млрд у 2019 р. до 91,7 млрд грн. у 2020 р. Але зважаючи на загальний скоромний приріст капітальних видатків Зведеного бюджету (на 0,3% ВВП), збільшення фінансування дорожнього господарства України (на 1,5% ВВП у 2020 рік) відбувалося, передусім, за рахунок перерозподілу капітальних видатків між окремими складовими. Так, у 2020 р. номінально зменшилося фінансування придбання обладнання і предметів довгострокового користування, а також капітального будівництва/ придбання.

Таблиця 4

Видатки бюджетів України за економічними категоріями, % до ВВП

Найменування	Зведений бюджет			Державний бюджет		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Поточні видатки	31.1	30.6	35.0	25.7	25.1	29.3
<i>Оплата праці</i>	<i>7.6</i>	<i>8.1</i>	<i>9.1</i>	<i>4.0</i>	<i>4.4</i>	<i>5.0</i>
Нарахування на оплату праці	1.6	1.7	1.9	0.8	0.8	0.9
Предмети, матеріали, обладнання та інвентар	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
Оплата послуг (крім комунальних)	0.9	1.4	3.2	0.4	0.7	2.6
Оплата комунальних послуг та енергоносіїв	0.7	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2
Окремі заходи по реалізації державних (регіональних) програм	3.3	2.4	1.5	1.0	1.1	1.0
<i>Обслуговування боргових зобов'язань</i>	<i>3.3</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.3</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>
<i>Субсидії та поточні трансферти підприємствам (організаціям)</i>	<i>1.4</i>	<i>2.0</i>	<i>3.3</i>	<i>0.4</i>	<i>0.3</i>	<i>1.6</i>
<i>Соціальне забезпечення</i>	<i>8.4</i>	<i>7.9</i>	<i>8.2</i>	<i>4.7</i>	<i>5.6</i>	<i>7.9</i>
Капітальні видатки	4.0	3.9	4.2	2.0	1.9	2.3
Придбання обладнання і предметів довгострокового користування	0.6	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
Капітальне будівництво (придбання)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
Капітальний ремонт	0.8	0.8	0.8	0.1	0.1	0.1
Капітальні трансферти підприємствам (установам, організаціям)	1.6	1.7	2.1	0.6	0.6	1.1
Капітальні трансферти органам держуправління інших рівнів	0.0	0.0	0.0	0.4	0.5	0.6
Інші видатки	0.0	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1
Всього	35.1	34.5	39.2	27.7	27.0	31.6

Джерело: складено автором за даними Державного казначейства.

У розрізі **економічних категорій видатків** Зведеного бюджету найбільшого приросту фінансування у 2020 році щодо попереднього було досягнуто за статтями:

- а) субсидії та поточні трансферти підприємствам (+1,3% ВВП);
- б) оплата праці в бюджетній сфері (+1% ВВП);
- в) соціальне забезпечення (+0,3% ВВП);
- г) капітальні видатки (+0,3% ВВП).

Динаміка видатків бюджету за економічною класифікацією в 2018-2020 роках представлена на рисунку 6.

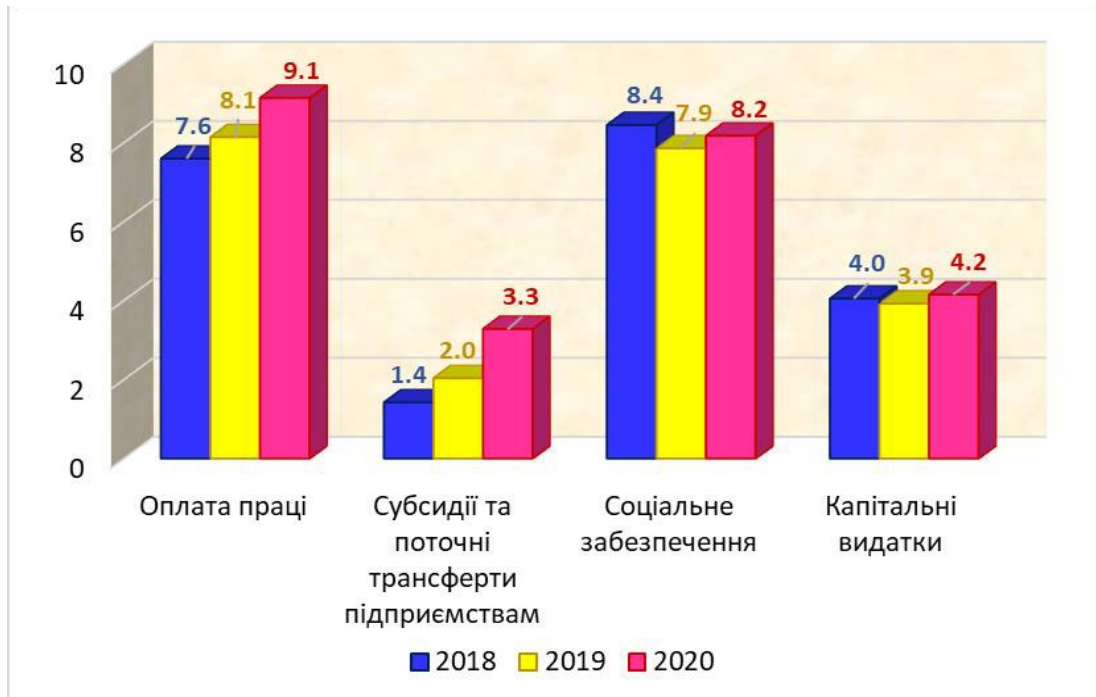


Рис. 6. Динаміка видатків Зведеного бюджету за економічними категоріями в % до ВВП у 2018-2020 роках

Джерело: розраховано автором за даними Державного казначейства.

Тобто в публічному секторі України інвестиційного прориву не відбувається, а **структура видатків Зведеного та державного бюджетів України демонструє консервацію споживацької економічної моделі**, яка утримує переважну масу населення в лещатах бідності. А між тим, масштабні та ефективні державні інвестиції в інфраструктуру та інноваційні виробництва могли б стати потужним чинником підвищення продуктивності факторів виробництва та акселератором економічного зростання в країні. Але на заваді цьому процесу стоять як хронічний дефіцит бюджетних коштів, так і неспроможність державних органів проводити якісне стратегічне планування із чітким визначенням цілей діяльності держави та засобів їх досягнення.

Дефіцит державного бюджету України в 2020 р. становив 217,1 млрд грн або **5,3% ВВП**. Тобто дефіцит бюджету був доволі помірним і відставав від планового показника (7,5% ВВП), внаслідок невиконання плану залучення державних позик.

Дефіцит Зведеного бюджету за рік становив 223,9 млрд грн або **5,5% ВВП**. Місцеві бюджети України мали скромний дефіцит величиною 6,8 млрд грн (0,2% ВВП), що й пояснювало незначну розбіжність між дефіцитом державного і Зведеного бюджетів України.

Різні аналітичні (розрахункові) показники бюджетних дефіцитів дозволяють оцінити, на скільки фіскальна політика України виконує свою **стабілізаційну функцію**. Зокрема, одним із ключових показників у практиці фіскального аналізу є циклічно скоригований первинний баланс (англ: CAPB) сектору загального

державного управління. Величина САРВ є результатом дії дискреційної фіскальної політики та дорівнює різниці між доходами і первинними видатками держави, скоригованими на величину розриву ВВП (англ.: output gap).

У таблиці 5 наведено дані щодо динаміки САРВ з 2013 по 2020 роки в Україні та різних групах країн за даними «Fiscal Monitor» МВФ. Для України в 2020 р. зроблено власну оцінку річного САРВ на основі оціночного дефіциту сектору загального державного управління - 5,5% ВВП (прогноз МВФ передбачає 7,8%). Нами було оцінено значення САРВ для України в 2020 р. у розмірі «плюс» 0,2% ВВП. Така величина САРВ означає, що **вплив бюджетного дефіциту на рівень сукупного попиту України в 2020 р. був близьким до нейтрального**.

Таблиця 5

Циклічно скоригований первинний баланс (САРВ) сектору загального державного управління, % ВВП

Країни	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Розвинуті країни	-1.2	-0.7	-0.7	-0.9	1	-1.5	-2.3	-10.3
Країни з ринками, що формуються та із середніми доходами	-0.7	-0.9	-1.8	-2.1	-1.8	-2	-2.9	-7.0
Україна	-2.2	0	4.9	2.8	2.3	1.1	1.2	0.2

Джерело: складено автором за даними МВФ «Fiscal Monitor», 2020 р. для України – власні оцінки.

В рамках фіскального аналізу інформативним є також **показник фіскального імпульсу**, який обчислюється як різниця з оберненим знаком САРВ сектору державного управління поточного періоду і попереднього періоду. Негативна величина фіскального імпульсу має місце у період фіскальної консолідації, а позитивна – у період фіскальної експансії. В таблиці 6 наведено динаміку показників фіскального імпульсу в Україні та різних групах країн у 2014-2020 рр.

Таблиця 6

Фіскальний імпульс (зміна САРВ до попереднього року), % ВВП

Країни	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Розвинуті країни	-0.5	0	0.2	-1.9	2.5	0.8	8.0
Країни з ринками, що формуються, та із середніми доходами	0.2	0.9	0.3	-0.3	0.2	0.9	4.1
Україна	-2.2	-4.9	2.1	0.5	1.2	-0.1	1.0

Джерело: складено автором за даними МВФ «Fiscal Monitor».

Представлені дані свідчать: 2014 і 2015 рр. були періодом жорсткої фіскальної консолідації в Україні (фіскальні заходи забезпечили зменшення САРВ на 2,2% і

4,9% ВВП). З 2016 року фінансову політику було помітно пом'якшено: фінансовий імпульс став позитивним і досяг величини 2,1% ВВП. У 2017-2018 рр. фінансовий імпульс зменшувався, однак фінансова політика не втрачала експансивного характеру. В 2019 р. фінансова політика набула рестриктивного характеру. А в 2020 році знову відбувся розворот фінансової політики в бік експансивності. Згідно з нашими розрахунками, **в 2020 році фінансовий імпульс в Україні становив +1% ВВП. Таким чином, пом'якшення фінансової політики дозволило підтримати економіку в період економічної та епідеміологічної кризи, а сама фінансова політика в 2020 році мала стимулюючий характер.**

У 2020 р. Україна порушила зафіксоване у статті 14 Бюджетного кодексу України обмеження на дефіцит Державного бюджету на рівні 3% ВВП. Не було дотримано і обмеження статті 18 Бюджетного кодексу, яке вимагає неперевищення 60% ВВП для обсягу державного і гарантованого державою боргу. Аналогічна практика за умов економічної та епідеміологічної кризи в світі набула значного поширення. З початком пандемії COVID-19 уряди багатьох країн вдавалися до зміни зафіксованих у законодавстві фінансових правил (довгострокових обмежень на фінансові агрегати) або ж до тимчасового відходу від дії фінансових правил.

У теоретичній площині визнається, що фінансові правила повинні бути достатньо гнучкими для того, аби вони дозволяли поглинати (долати) неочікувані економічні та інші шоки.⁶ І якщо перегляд фінансових правил є необхідним (неминучим), то він повинен гарантувати, що нові фінансові правила відповідатимуть перспективним цілям політики, наприклад, стійкості боргової ситуації, стабільності. Крім того, припинення дії або зміна фінансового правила державою повинні підтримуватися ефективною комунікаційною стратегією, яке пояснює їх причини ринкам і громадськості.⁷

У цьому контексті економісти МВФ відзначають, що з огляду на серйозність епідеміологічного шоку в глобальному масштабі, в більшості країн світу відбувається тимчасове погіршення ситуації з бюджетним дефіцитом і державним боргом. Тому багато країн вже вдаються до застережень про звільнення від зобов'язань за фінансовими правилами (escape clause) для того, аби обійти ці правила або призупинити їх дію.⁸

У практичній площині за останні роки кілька країн в свої системи фінансових правил ввели застереження про звільнення від зобов'язань (escape clause). Наприклад, нові застереження про звільнення від зобов'язань були включені в

⁶ Eyraud, L., J. Reynaud, M. Syed, E. Lundback, and E. Addo Awadzi (2018). "How and when to revise fiscal rules?". International Monetary Fund, Washington, DC.

⁷ Международный валютный фонд. Бюджетные правила, оговорки об освобождении от обязательств и крупные шоки. — Режим доступа: www.imf.org/Files/covid19-special-notes-Russian

⁸ Международный валютный фонд. вказана праця.

2011 році в бюджетне законодавство ЄС. Серед інших прикладів можна привести Колумбію, Ямайку і Гренаду.

Європейський союз, за пропозицією Європейської комісії, у 2020 р. ввів у дію спільне застереження про звільнення від зобов'язань за фіскальними правилами для того, аби призупинити дію вимоги про фіскальні коригування, які мали робити держави-члени для досягнення середньострокових бюджетних цілей. Крім того, більше половини європейських країн передбачили і ввели в дію свої національні застереження про звільнення від зобов'язань за фіскальними правилами.

Економісти МВФ вказують на те, що в чітко визначених застереженнях про звільнення від зобов'язань за фіскальними правилами обов'язково повинні бути присутніми: а) обмежений і чітко визначений набір подій, при якому застереження набуває чинності, б) офіційний орган, який приводить його в дію, в) термін і процедура повернення до застосування правила, г) ефективний механізм контролю, д) належна комунікаційна стратегія.

З огляду на цілком обгрунтовані настанови МВФ, а також прогнозоване у 2021 р. відновлення національної економіки, вважаємо за доцільне **при розробці проекту бюджету на 2022 рік передбачити суттєве зменшення дефіциту бюджету відносно планового показника 2021 року, а також відновити дію фіскальних правил України** (відображених у статтях 14 і 18 Бюджетного кодексу), починаючи з 2023 року.

ІІІ. ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ДЕФІЦИТУ ТА ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ.

Для фінансування бюджетного дефіциту в 2020 р. Уряд активно запозичував кошти на внутрішньому фінансовому ринку, міжнародному ринку та залучав ресурси міжнародних фінансових організацій. Серед **джерел фінансування дефіциту Державного бюджету** найвагомим компонентом стало фінансування за рахунок облігацій внутрішньої позики, яке становило 149,3 млрд грн. При залученні внутрішніх державних позик на суму 389,2 млрд грн погашення внутрішнього боргу становило 239,9 млрд грн. У період 2015-2020 років нетто-запозичення Уряду на внутрішньому ринку в 2020 р. були наймасштабнішими і зросли в 1,8 рази порівняно з 2019 р. і майже в 20 разів порівняно з 2018 р.

Другим за значущістю компонентом фінансування бюджетного дефіциту було чисте зовнішнє фінансування – 94,9 млрд грн (рис. 7). Сума валового залучення зовнішніх позик (249,5 млрд грн) перевищила суму погашення зовнішніх боргових зобов'язань (145,6 млрд грн) на 103,9 млрд грн. Після коригування цієї величини

на суму викупу ВВП-варантів України показник чистого зовнішнього фінансування бюджету зменшується до 94,9 млрд грн. Така величина була однією з найбільших за досліджуваний період, крім 2015 року, коли вона становила 109,7 млрд грн.

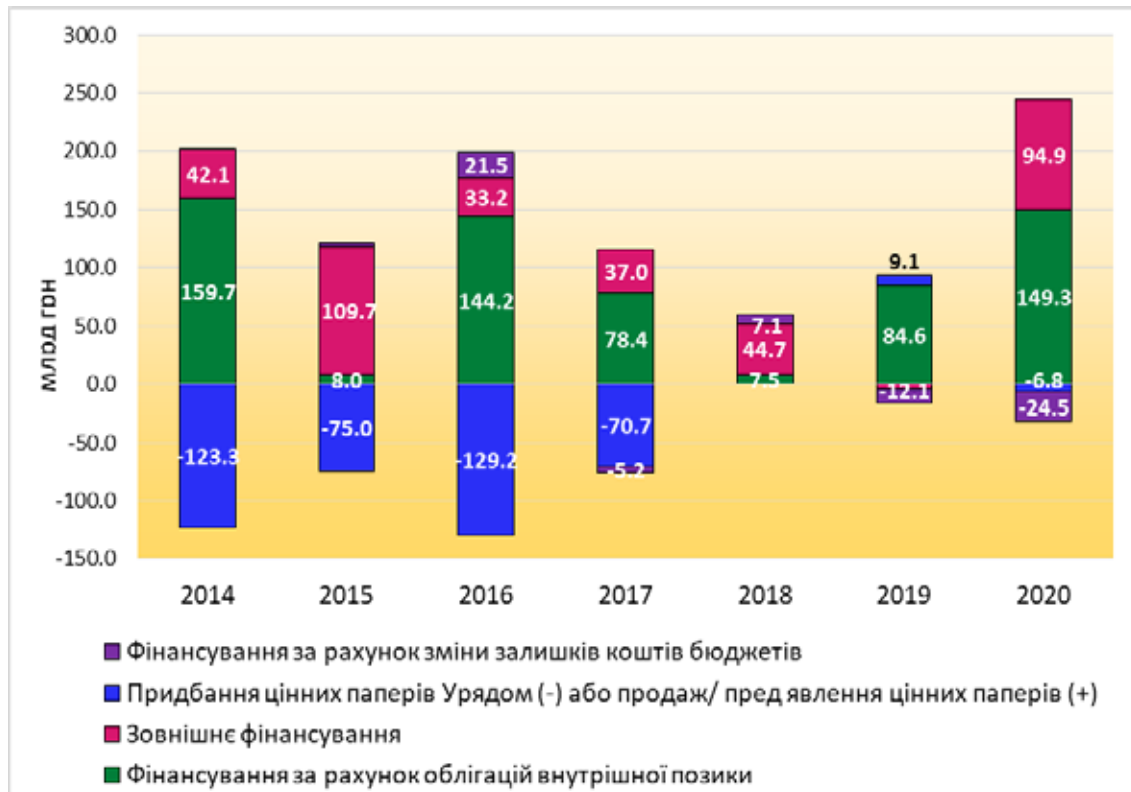


Рис. 7. Джерела фінансування дефіциту державного бюджету в 2014–2020 роках

Джерело: складено автором за даними Державного казначейства.

Фінансування дефіциту за рахунок зміни залишків коштів бюджетів у 2020 році становило -24,5 млрд грн., тобто кошти, запозичені Урядом в грудні, частково було використано на приріст залишків на бюджетних рахунках. Станом на 1 січня 2020 року залишок коштів на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) становив 12 млрд грн., що суттєво перевищує середній залишок коштів на таку ж дату за попередні сім років – 8,6 млрд грн.

Ще одним каналом використання запозичених коштів на цілі, не пов'язані з видатками бюджету, стало придбання цінних паперів Урядом на суму 6,8 млрд грн. В даному випадку відбулася рекапіталізація ВАТ «Укресімбанк» за рахунок запозичених державою коштів. Такий крок сигналізував про повернення згубної практики 2014-2017 рр., коли багатомільярдні суми державних коштів витрачалися на рекапіталізацію державних компаній та банків із сумнівною ефективністю.

У складі валових державних запозичень 60,9% було мобілізовано на внутрішньому фінансовому ринку. В 2020 р. **фінансування дефіциту бюджету за борговими операціями** становило 253,2 млрд грн, що в рази перевищувало відповідні показники попередніх років (див. рис. 8). Сума валового державного запозичення в поточному періоді (638,7 млрд грн) також суттєво перевищувала аналогічні суми в минулому – 286,5 млрд грн у 2018 р. і 425,7 млрд грн у 2019 р.



Рис. 8. Порівняння обсягів запозичень до державного бюджету та погашення державного боргу за 2010–2020 роки

Джерело: складено автором за даними Державного казначейства.

Обсяг **валових зовнішніх запозичень Уряду** в 2020 р. досяг величини 249,5 млрд грн. При цьому 98,9 млрд грн. надійшло до загального фонду бюджету від міжнародних фінансових організацій, з яких 55,2 млрд – перший транш кредиту МВФ «Stand-by», 34,5 млрд грн – макрофінансова допомога ЄС, 2,7 млрд – позики МБРР «Модернізація системи соціальної підтримки населення України» та «Поліпшення охорони здоров'я на службі у людей». Крім того, 115 млрд грн було залучено до бюджету від розміщення єврооблігацій, в т.ч.: 1,25 млрд євро під 4,375% річних; 2,6 млрд дол. США під 7,253% річних; 0,3 млрд дол. США для викупу ВВП-варантів. Поряд з цим, 20,2 млрд грн отримано до бюджету від іноземних комерційних банків, а 14,2 млрд грн надійшло до спеціального фонду бюджету від МФО за інвестиційними проектами.

Від **внутрішніх державних позик** до бюджету залучено 389,2 млрд грн, з яких 258,8 млрд – надходження від розміщення гривневих ОВДП, а 130,4 млрд. грн. –

ОВДП, номінованих у доларах США і євро. Серед гривневих інструментів на первинному ринку розміщувалися переважно ОВДП терміном до 1 року (72,4% загальної суми позик) і терміном від 1 до 3 років (18% суми позик). Валютні ОВДП пропонувалися інвесторам у формі доларових ОВДП строковістю до 1 року та від 1 до 3 років (залучено 3,86 млрд дол. США), а також у формі ОВДП, номінованих у євро, терміном до 1 року та від 1 до 3 років (залучено 0,84 млрд євро).

Домінуючими тенденціями на ринку ОВДП у 2020 році стали:

- 1) помітне зниження номінальних та реальних відсоткових ставок за ОВДП у січні-липні та відновлення висхідного тренду у серпні-грудні;
- 2) суттєві коливання обсягів розміщення ОВДП і рівнів доходності упродовж року; що визначало загальну нестабільність ринку;
- 3) істотне підвищення ролі банків та юридичних осіб України як інвесторів у ОВДП при утриманні мінімальної частки фізичних осіб.

Суми розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку за 2020 рік (258,8 млрд грн) зросли на 13,7% відносно 2019 року (194,8 млрд грн). У помісячному вимірі низькими обсягами розміщення характеризувалися березень, квітень і вересень 2020 року. У березні міжнародні фінансові ринки ввійшли в стадію турбулентності, що закономірно знизило попит інвесторів на боргові зобов'язання Уряду. А у вересні в Україні почали наростати девальваційні очікування та посилилася політична невизначеність. З жовтня місяця ситуація почала вирівнюватися, а в грудні Уряду вдалося розмістити рекордні обсяги ОВДП – 87,8 млрд грн і 0,9 млрд дол. США, що становить 34% і 24,2% річної суми.

Від розміщення валютних ОВДП у 2020 р. Уряд залучив до бюджету 4,84 млрд дол. США. Ця сума на 1,7% перевищує суму валютних запозичень на внутрішньому ринку в 2019 р. Тобто приріст суми внутрішніх запозичень у 2020 р. відбувався в основному через гривневі ОВДП.

Обсяги розміщення гривневих ОВДП, рівень їх номінальної та реальної доходності у помісячному розрізі в період липня 2016 – грудня 2020 р. відображені на рис. 9. Наведені дані демонструють, що упродовж останнього року найбільш сприятлива кон'юнктура для внутрішніх державних запозичень склалася в травні та грудні, коли Уряд мобілізував до бюджету 41,8 та 87,8 млрд грн від гривневих ОВДП. Грудневі розміщення у гривні були безпрецедентними для України і в 6 разів перевищували обсяги грудневих розміщень у 2018-2019 роках.

Номінальна доходність гривневих ОВДП у 2020 р. знизилася у середньому в 1,7 рази порівняно з 2019 р. і становила 9,8% річних. Середньозважена номінальна ставка гривневих ОВДП на первинному ринку зменшилася з 19% у січні 2019 р. до 10% у січні 2020 р. У I півріччі 2020 р. номінальні ставки коливалися в діапазоні 9,8-11,2% річних. В III кварталі 2020 р. відсоткові ставки знижувалися і впали до рівня

8,1-8,9% річних. Але в IV кварталі номінальні ставки знову почали зростати і досягли середнього рівня в 11%.

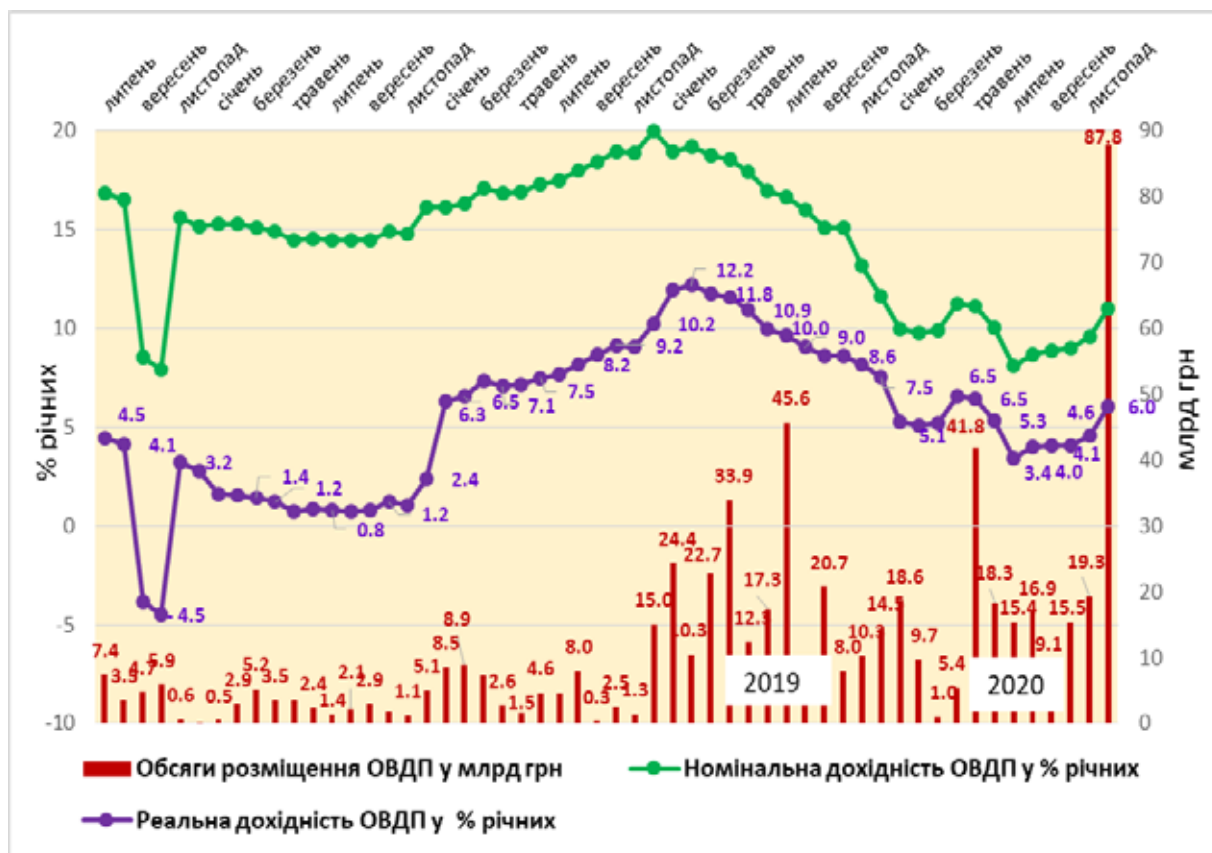


Рис. 9. Обсяги розміщення, номінальна і реальна дохідність гривневих ОВДП, залучених до бюджету, в 2016 – 2020 роках

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Реальна відсоткова ставка гривневих ОВДП у січні-вересні 2020 року коливалася в межах 3,4% - 6,5% і у середньому становила 5% річних. Даний рівень був удвічі нижчим, ніж у 2019 р. Тобто за падіння темпів інфляції знижувалася як номінальна, так і реальна дохідність ОВДП. Це стало безумовним досягненням емітента державних облігацій. Однак наприкінці 2020 року реальна дохідність гривневих ОВДП знову підвищилася: з 4,1% у жовтні до 6% у грудні.

При зниженні відсоткових ставок за борговими зобов'язаннями більшості країн світу і падінні дохідності українських єврооблігацій на міжнародних ринках, **зростання дохідності ОВДП з листопада 2020 р. було алогічним** і, певною мірою, відображало політичну складову - зміну вектора державної політики щодо встановлення дохідності ОВДП. Внаслідок таких змін, а також зростання обсягів емісії ОВДП, абсолютні витрати на обслуговування внутрішнього боргу в 2020 р. залишилися на рівні попереднього року (75,7 млрд грн), хоча середній рівень відсоткових ставок за ОВДП і знизився.

У міжнародному контексті поточний рівень відсоткових ставок за ОВДП в Україні виглядає завищеним навіть як для країни з порівняно низькими кредитними рейтингами категорії «В». Так, у січні 2021 р. на первинних аукціонах гривневі ОВДП розміщувалися за такими номінальними ставками: 9,2% річних – 3-місячні облігації, 10,4% – 6-місячні облігації, 11,7% - 1-річні облігації.

Таблиця 7

**Номінальні відсоткові ставки за державними облігаціями
у країнах з рейтингом "В" в кінці січня 2021 р., % річних**

Країна	3-місячні	6-місячні	1-річні
Бахрейн	2.2	2.57	2.71
Єгипет	13.19	13.22	12.81
Туреччина	н.д.	н.д.	15.38
Кенія	6.98	7.51	8.51
Нігерія	0.36	0.62	0.93
Пакистан	7.25	7.40	7.60
Уганда	8.2	9.91	11.28
Середня ставка	6.4	6.9	8.5
Україна	9.2	10.4	11.7
Відхилення української ставки від середньої	2.8	3.5	3.2

Джерело: складено автором за даними https://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds?maturity_from=31&maturity_to=90

Для оцінки прийнятності поточного рівня відсоткових ставок на ринку ОВДП України ми скористалися даними інтернет-ресурсу investing.com, який акумулює дані щодо дохідності держоблігацій на вторинному ринку в різних країнах світу. Для забезпечення коректності міжнародних порівнянь ми використали показники дохідності облігацій у нацвалютах країн з рейтингами В за класифікацією «Fitch», «S@P» та рейтингами В2-В3 за класифікацією «Moody's».

Отримані дані засвідчують: наприкінці січня 2021 р. у 7-ми країнах з кредитним рейтингом, аналогічним до українського, номінальна дохідність державних облігацій з різними строками становила 6,4%, 6,9% і 8,5% річних. В той же час аналогічні рівні дохідності в Україні складали 9,2%, 10,4% і 11,7% річних (див. табл. 7). Тобто **в Україні номінальні відсоткові ставки за ОВДП були на 2,8 - 3,5 в.п.**

Для нівелювання інфляційних впливів було також розраховано показники реальної дохідності державних облігацій в Україні та у країнах з аналогічними кредитними рейтингами. Ми встановили, що середня реальна ставка за державними облігаціями із строковістю 3, 6 і 12 місяців у країнах нашої вибірки (за виключенням Нігерії з директивним рівнем ставок) становила 2,4%, 3,0% і 3,4%

річних. Такі показники знову ж таки різко контрастують із рівнем реальних відсоткових ставок за ОВДП в Україні, які досягають 4,2%, 5,4% і 6,7% річних (див. табл. 8). Тобто **в Україні реальні відсоткові ставки за ОВДП є помітно вищими (на 1,8 – 3,3 в.п.), порівняно з відсотковими ставками у країнах із співставними кредитними ризиками.**

Таблиця 8

**Реальні відсоткові ставки за державними облігаціями
у країнах з рейтингом "В" в кінці січня 2021 р., % річних**

Країна	3-місячні	6-місячні	1-річні
Бахрейн	0.2	0.57	0.71
Єгипет	7.56	7.59	7.18
Туреччина	н.д.	н.д.	3.38
Кенія	2.48	3.01	4.01
Нігерія	-13.34	-13.08	-12.77
Пакистан	-1.34	-1.19	-0.99
Уганда	3.2	4.91	6.28
Середня ставка (без Нігерії)	2.4	3.0	3.4
Україна	4.2	5.4	6.7
Відхилення української ставки від середньої	1.8	2.4	3.3

Джерело: розраховано автором за даними https://ru.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds?maturity_from=31&maturity_to=90 і даними МВФ – WEO, Oct.2020.

Про завищення відсоткових ставок за борговими зобов'язаннями в Україні свідчить і такий показник як **відношення відсоткових виплат за державним боргом до ВВП**. В Україні вказаний показник у 2019-2020 рр. становив **3% ВВП**. У той же час середній рівень витрат на обслуговування боргу в країнах з ринками, що формуються, і середніми доходами в 2020 р. за оцінкою МВФ становить **1,9% ВВП**. Тобто в Україні при середньому рівні боргового навантаження **відносна величина відсоткових виплат за боргом в 1,6 разу перевищує середній показник у країнах з аналогічним рівнем розвитку**. В цілому серед 33 країн з ринками, що формуються, і середніми доходами лише в 7-ми країнах витрати на обслуговування боргу у відносному вимірі перевищували українські витрати.

В Україні річний план залучення позичкових коштів до загального фонду бюджету в 2020 році було виконано не повністю, як у частині внутрішніх запозичень Уряду, так і зовнішніх. Недонадходження коштів від внутрішніх державних позик становили 5,4%, а від зовнішніх - 7,6%. В цілому, внаслідок невиконання планових показників залучення державних позик, до бюджету не надійшло 41,1 млрд грн.

У структурі бази інвесторів у державні цінні папери за 2020 р. відбулися такі суттєві зміни (див. рис. 10):

- частка банків України (без НБУ) зросла з 40,6% до 51,9%;
- частка НБУ скоротилася з 41% до 32,7%;
- частка юридичних осіб України зросла з 3,2% до 5,8%;
- частка іноземних інвесторів зменшилася з 14,1% до 8,5%.

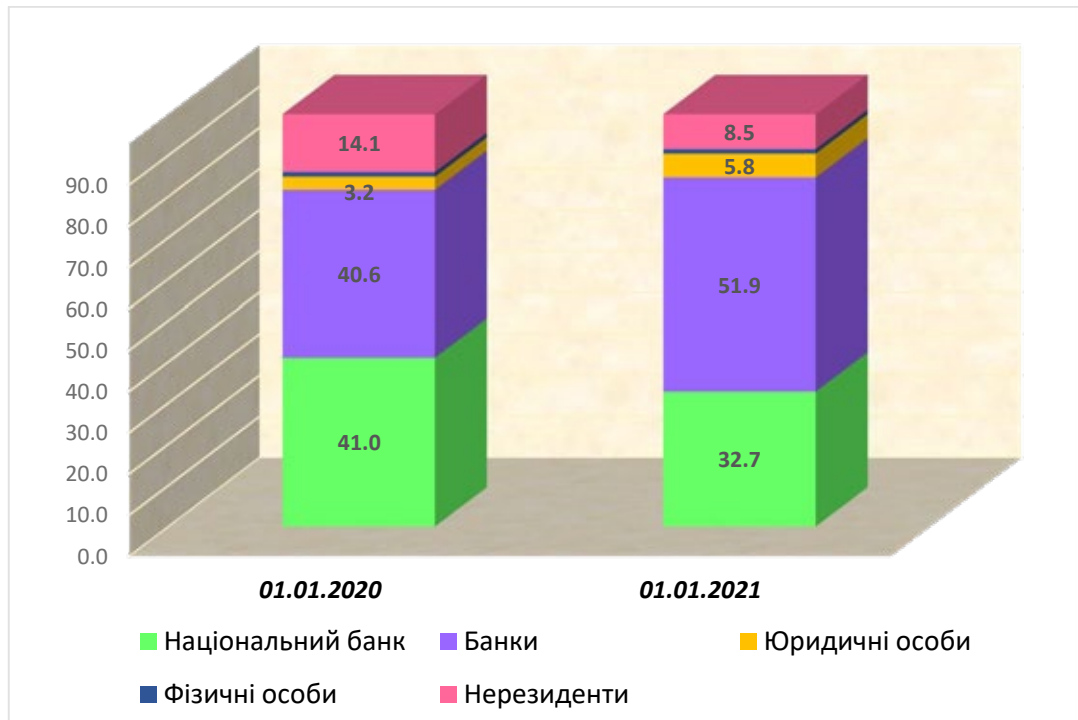


Рис. 10. Структура бази інвесторів в ОВДП у % станом на початок і кінець 2020 року.

Джерело: складено автором за даними НБУ.

Сума заборгованості Уряду перед **іноземними інвесторами** за ОВДП за січень-листопад 2020 р. зменшилася на 41,1 млрд грн, а за грудень – збільшилася на 9,7 млрд грн. Скорочення присутності іноземних інвесторів на ринку пояснювалося як цілеспрямованим зниженням відсоткових ставок за ОВДП, так і зменшенням схильності інвесторів до прийняття ризиків з початку корона-кризи. У грудні підвищення дохідності ОВДП та зростання припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються, стали чинниками збільшення вкладів нерезидентів в українські облігації. Переливи іноземного капіталу на ринку ОВДП неминуче впливали на валютно-курсові коливання. Так, зниження обмінного курсу гривні в березні 2020 р., стабілізація курсу в II кварталі та відновлення девальваційного тренду в II півріччі 2020 р., серед іншого, обумовлювалися припливом-відпливом іноземного капіталу на ринок ОВДП.

За 2020 рік **вкладення фізичних осіб в ОВДП** збільшилися на 1,4 млрд грн (до 11 млрд), але складали всього 0,3% ВВП. У вимірі міжнародних порівнянь такий рівень участі фізичних осіб є дуже низьким. Так, за даними Євростату в Латвії та

Литві вказаний показник досягав 0,5% ВВП, у Польщі – 1%, в Італії – 5,1%, в Ірландії – 6,8%, в Угорщині – 14,5%, у Португалії – 15% ВВП. Низький рівень участі фізичних осіб на ринку ОВДП пояснюється високими трансакційними втратами і сумнівними вимогами до інвесторів в ОВДП у частині фінансового моніторингу.

Банки України, навпаки, збільшили власний портфель вкладень в ОВДП із 334,3 млрд грн до 514,4 млрд грн або на 180,1 млрд грн. Даний приріст забезпечили в основному гривневі ОВДП, вкладення в які збільшилися на 162,7 млрд грн. У той же час валютні ОВДП дали приріст тільки 17,4 млрд грн **вкладень банків**; зараз вони становлять 21,3% загального портфелю банків у державних цінних паперах. Такі розбіжності пояснюються, перш за все, жорсткими вимогами НБУ до оцінки ризиків банківських операцій за валютними ОВДП. Так, Постановами НБУ №351 та №368 для вкладень банків у валютні ОВДП передбачено певний ступінь ризику в залежності від суверенного кредитного рейтингу України.

Наростання негативних тенденцій у сфері державних фінансів на низька якість макроекономічного регулювання частково пов'язані з **архаїчною монетарною політикою НБУ** та його небажанням реагувати на нові виклики і потреби країни. Так, НБУ всіляко заперечує можливість проведення операцій з викупу-продажу державних облігацій на відкритому ринку і наполягає їх на «шкідливості» для фінансової системи. Така поведінка, як і активна дезінформаційна кампанія щодо **політики «кількісного пом'якшення»**, різко контрастують із досвідом інших країн.

Від початку корона-кризи центральні банки багатьох розвинутих країн і деяких країн з ринками, що формуються, почали масово впроваджувати **програми кількісного пом'якшення**. ЄЦБ започаткував «Pandemic Emergency Purchase Program» (PEPP) загальною вартістю 1,85 трлн євро з терміном дії до березня 2022 р., що покриватиме викуп державних і приватних цінних паперів. ФРС США почала викупати федеральні облігації та іпотечні цінні папери, а також корпоративні облігації для недопущення колапсу ринку довгострокових зобов'язань. Банк Канади викупає на відкритому ринку комерційні цінні папери, державні облігації, іпотечні облігації та зобов'язання муніципалітетів. Аналогічні операції проводить Банк Японії. Банк Англії відкрив «Asset Purchase Facility» для збільшення активів центрального банку в державних облігаціях Об'єднаного королівства та в корпоративних облігаціях з інвестиційним рейтингом.

В цілому річний приріст активів провідних центробанків світу – ЄЦБ, ФРС США і Банку Японії за рік (з грудня 2019 до грудня 2020 р.) становив 52%. Зокрема, активи балансу ФРС США з 4 березня до 23 грудня 2020 р. зросли з 4,2 трлн дол. США до 7,4 трлн дол. США або на 56,7%. А активи ЄЦБ з 6 березня до 25 грудня 2020 р. зросли з 4,7 трлн євро до 7,01 трлн, або на 40,0%.

Поряд із розширенням програм викупу активів на ринку («кількісного пом'якшення»), ФРС та ЄЦБ застосовували такі інструменти монетарного стимулювання економіки:

- відновлення програм цільового довгострокового рефінансування банків (для позик корпоративному сектору – програма ЄЦБ TLTRO III),
- започаткування надзвичайних програм довгострокового рефінансування банків (pandemic emergency longer-term refinancing operations - PELTROs),
- впровадження спеціальних програм рефінансування банківських кредитів малому бізнесу із встановлення від'ємних відсоткових ставок за ними,
- перехід до прямого кредитування центральними банками надійних корпорацій (Primary Market Corporate Credit Facility – PMCCF у США),
- започаткування прямого кредитування центральними банками муніципалітетів і регіональних органів (Municipal Liquidity Facility в США).⁹

Впровадження Національним банком України програми викупу активів (в тому числі й ОВДП) стало б вагомим важелем відновлення нормальної кривої дохідності на ринку, стримування зростання вартості ресурсів на фінансовому ринку та покращення стану державних фінансів при обмеженні доступі Уряду до ринкового фінансування.

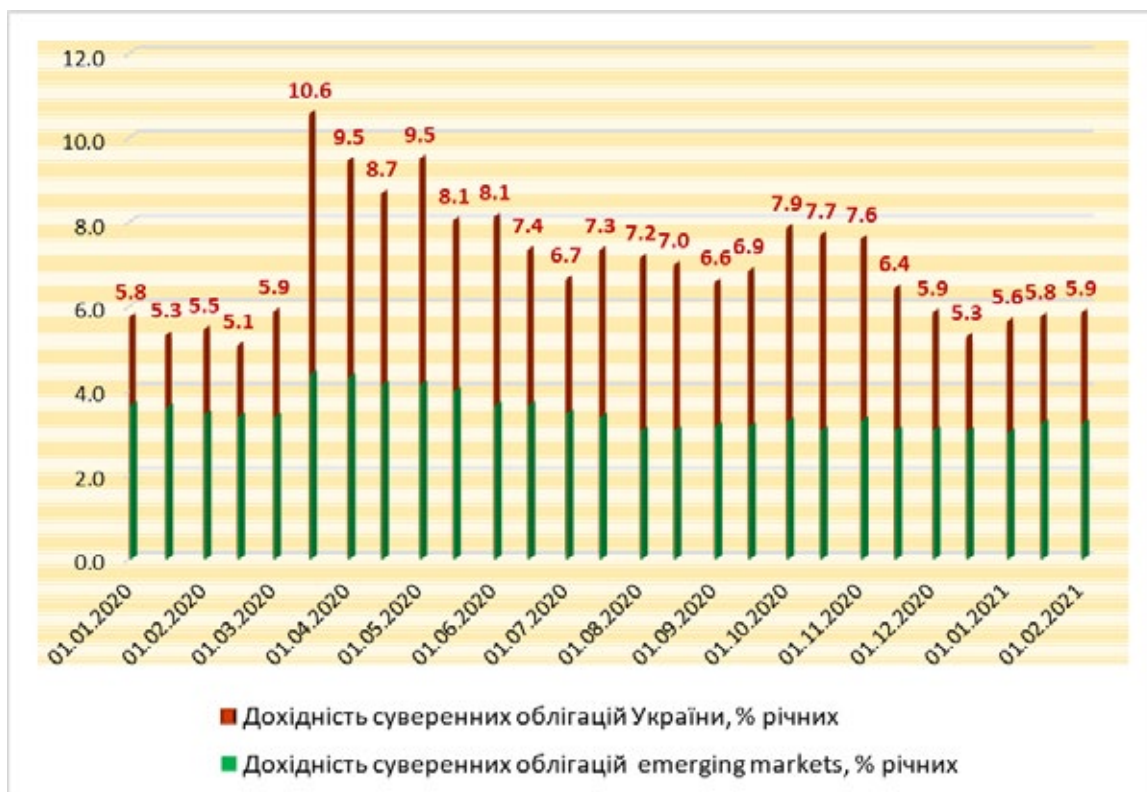


Рис. 11. Динаміка ринкових ставок за суверенними облігаціями України та ринків, що формуються, у 2020 р. та січні 2021 р., % річних

Джерело: складено автором за cbonds.info.

⁹ Cheng, J., Powell, T., Skidmore, D. and D. Wessel (2020). What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do? URL <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19>

В останні місяці умови **зовнішніх запозичень** для суб'єктів економіки України йшли врозріз із загально-світовими тенденціями і залишалися в цілому несприятливими, хоча й покращилися порівняно з березнем-травнем 2020 року. Середньозважена ринкова дохідність суверенних єврооблігацій України станом на 01.02.2021 р. становила 5,9% річних, зменшившись на 4,7 в.п. порівняно з піком дохідності в середині березня, але підвищившись на 0,4 в.п. порівняно з показником річної давнини (рис. 11).

Дохідність українських облігацій на початку лютого 2021 р. була помітно вищою – на 2,6 в.п. – від середньозваженої дохідності суверенних облігацій з ринків, що формуються (яка становила 3,2%). Прикметно, що на початку 2020 року дохідність українських єврооблігацій перевищувала середній рівень дохідності для країн з ринками, що формуються, тільки на 2,1 в.п. Вказане збільшення розриву дохідностей відображає підвищення країнних ризиків України.

Динаміка зовнішніх відсоткових ставок для Уряду України впливала на вартість і ритмічність надходження зовнішнього ринкового фінансування. У 2020 р. Уряд України залучив 4,92 млрд дол. США **зовнішніх ринкових позик**, зокрема:

- 1,25 млрд євро – від розміщення 10-річних облігацій у євро під 4,375%;
- 2 млрд дол. – від розміщення 12-річних облігацій у доларах США під 7,253% річних, з них 0,9 млрд дол. направлено на дострокове погашення облігацій з погашенням у 2021 і 2022 роках;
- 0,6 млрд дол. – від грудневого дорозміщення 12-річних облігацій у доларах США під 7,253% річних;
- 0,33 млрд дол. – від додаткового випуску ОЗДП 2015 р. під 7,75% річних, надходження від яких використано на достроковий викуп 10% ВВП-варрантів;
- 0,25 млрд дол. США - кредит американської продовольчої компанії «Cargill Financial Services International»;
- 0,34 млрд дол. США - 6-місячний кредит «Deutsche Bank AG London».

На внутрішньому фінансовому ринку вартість залучення державних позик – 10,2% за гривневими інструментами, 3,4% за доларовими і 2,3% за євро – була суттєво нижчою від вартості позик Уряду на міжнародному ринку капіталів - 7,25% у доларах США (крім грудневого випуску під 6,5%) і 4,38% у євро.

Таким чином, потенційно значний попит на валютні ОВДП стримується встановленням їх низької дохідності та адміністративними обмеженнями, зафіксованими у Меморандумі з МВФ (Табл. 1 «Кількісні критерії та індикативні цілі»). У такий спосіб інвестори в зовнішні облігації України отримують штучні переваги над внутрішніми інвесторами у валютні облігації, адже відсоткова ставка для I категорії інвесторів є вищою на 4 в.п. Крім суттєвих втрат для бюджету, така політика погіршує стан платіжного балансу і негативно впливає на зовнішню стійкість економіки.

На наш погляд, в умовах дорожнечі та нестабільного доступу до зовнішніх позик, **Уряд України міг би тимчасово збільшити обсяги емісії валютних ОВДП, запропонувавши інвесторам дохідність на рівні 4-5% у доларах США.** Такий антикризовий захід дозволив би використовувати валютні заощадження економічних суб'єктів України як кредитний ресурс для Уряду і зменшити хронічну залежність держави від зовнішніх запозичень.

Поряд з цим, на майбутнє варто **уникати нераціональних операцій з активного управління зовнішнім державним боргом, які покладають на бюджет тягар непродуктивних втрат.** До такого типу операцій слід віднести липневий **достроковий викуп ОЗДП-2015** з термінами погашення у 2021 і 2022 роках. Хоча формально відсоткова ставка за новими ОЗДП-2033 була нижчою на 0,5 в.п. від ОЗДП-2015, Мінфін виплатив значні премії інвесторам за достроковий викуп. Так, погашення ОЗДП-2015 проводилося з виплатою інвесторам 4,5% і 5,5% надбавки до номіналу (крім звичайних процентних платежів). У такий спосіб з бюджету було витрачено понад 1 млрд грн (40 млн дол. США) на премії інвесторам за достроковий викуп, на додаток до комісійних платежів банкам-дилерам і фінансовому раднику операції. Поряд з цим, довгострокові прогнози ринкових відсоткових ставок для України вказували на те, що ставка за ОЗДП-2033 (7,25% річних) не була достатньо низькою.

IV. АНАЛІЗ СТАНУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ ТА РІВНЯ БОРГОВИХ РИЗИКІВ

Станом на 31.12.2020 р. обсяг державного і гарантованого державою боргу становив 2 551,9 млрд грн або 90,3 млрд дол. США, з якої 88,5% припадало на прямий державний борг, а 11,5% – на борг, гарантований державою (табл. 9). Внутрішній борг складав 40,5%, а зовнішній борг – 59,5% загальної суми державного і гарантованого державою боргу.

За 2020 рік загальна **сума державного і гарантованого боргу**, виражена в гривнях, **збільшилася на 553,6 млрд грн.**, а виражена в доларах - на 5,9 млрд дол. США. При цьому у валюті емісії **внутрішній державний борг з урахуванням гарантованого за рік збільшився на 194,2 млрд грн., а зовнішній борг - на 4,8 млрд дол. США.**

Таблиця 9

Стан державного і гарантованого державою боргу в 2013-2020 роках

Показники	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Загальна сума державного та гарантованого боргу, млрд грн	584,8	1 100,8	2 141,7	2 168,6	1 998,3	2 551,9
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, млрд дол. США	73,16	69,81	76,31	78,32	84,36	90,26
Державний борг, млрд грн	480,2	947,03	1 833,7	1 860,5	1 761,4	2259,2
Внутрішній борг, млрд грн	257,0	461,0	753,4	761,1	829,5	1000,7
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	254,05	458,23	751,02	758,84	827,4	998,73
ОВДП (3 – місячні)	0,00	0,00	0,55	6,64	0,00	33,44
ОВДП (6 – місячні)	0,55	0,17	10,88	8,97	0,00	11,18
ОВДП (9 – місячні)	0,00	0,85	0,00	24,18	0,00	31,78
ОВДП (12 – місячні)	2,96	7,34	6,90	19,16	37,77	55,63
ОВДП (18 – місячні)	2,80	0,77	30,28	37,42	31,40	42,23
ОВДП (2 – річні)	20,37	40,91	71,61	19,18	47,24	102,29
ОВДП (3 – річні)	34,66	46,59	46,63	62,89	79,85	61,00
ОВДП (4 – річні)	0,00	0,00	0,00	0,00	7,03	18,92
ОВДП (5 – річні)	75,32	131,38	49,63	39,37	46,56	57,98
ОВДП (6 – річні)	9,50	27,10	7,80	5,80	39,67	46,88
ОВДП (7 – річні)	47,14	54,62	19,73	17,87	23,60	17,25
ОВДП (8 – річні)	14,30	31,30	18,90	17,50	17,50	17,50
ОВДП (9 – річні)	14,87	36,87	19,40	19,40	18,00	18,00
ОВДП (10 – річні)	15,74	50,25	62,65	62,65	72,72	71,77
ОВДП (11 – річні)	3,85	3,85	19,03	19,03	19,03	19,03
ОВДП (12 – річні)	1,50	1,50	36,50	36,50	36,50	36,50
ОВДП (13 – річні)	0,00	2,62	28,70	28,70	28,70	28,70
ОВДП (14 – річні)	0,00	3,25	46,90	46,90	46,90	46,90
ОВДП (15 – річні)	0,00	15,85	93,44	93,44	93,44	100,28
ОВДП (16 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (17 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (18 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (19 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП (20 – річні)	0,00	0,00	12,10	12,10	12,10	12,10
ОВДП строк-тю більше 20 років	0,00	0,00	120,98	120,98	120,98	120,98
2) перед фінансов-ми установами	2,91	2,78	2,38	2,25	2,1	1,98
Зовнішній борг, млрд грн	223,3	486,03	1 080,31	1 099,4	931,9	1 258,5
Зовнішній борг, млрд дол	27,93	30,82	38,49	39,71	39,3	44,51
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	7,74	10,72	14,52	13,39	12,3	15,7
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,91	1,04	1,76	1,73	1,60	1,6
3) за позиками від іноземних фінансових установ, банків	0,00	0,00	0,00	0,40	1,41	2,2
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	17,38	17,28	20,47	22,48	22,27	23,35
ОЗДП 2013 року	4,25	4,25	3,00	3,00	3,00	3,00

ОЗДП 2014 року	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
ОЗДП 2015 року	0,00	0,00	12,47	12,47	11,81	8,64
ОЗДП 2016 року	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ОЗДП 2017 року	0,00	0,00	3,00	3,00	3,00	3,00
ОЗДП 2018 року	0,00	0,00	0,00	2,01	2,35	2,35
ОЗДП 2019 року	0,00	0,00	0,00	0,00	1,12	1,23
ОЗДП 2020 року	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,14
5) борг, не віднес. до ін. категорій	1,90	1,78	1,75	1,71	1,70	1,77
Гарантований борг, млрд грн	104,6	153,80	307,98	308,13	236,91	292,7
Внутрішній борг, млрд грн	27,13	27,86	13,28	10,32	9,56	32,29
1) за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	21,14	21,57	8,95	6,00	4,20	24,44
2) перед банківськими та іншими фінансовими установами	5,99	6,30	4,33	4,32	5,36	7,85
Зовнішній борг, млрд грн	77,44	125,94	294,70	297,81	227,35	244,43
Зовнішній борг, млрд дол. США	9,69	7,99	10,50	10,76	9,60	9,21
1) за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	2,03	2,54	8,18	8,56	8,06	7,84
2) за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,25	0,24	0,10	0,05	0,00	0,00
3) за позиками від іноземних комерційних банків, та ін. установ	3,88	3,27	2,10	2,03	1,43	1,25
4) за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	3,40	1,81	0,00	0,00	0,00	0,12

Джерело: складено за даними Міністерства фінансів України.

У абсолютному вираженні загальна сума державного і гарантованого боргу досягла максимального значення за останні три десятиріччя. Нетто-накопичення боргових зобов'язань відбувалося як перед внутрішніми кредиторами держави, так і перед зовнішніми (див. рис. 12). Незначним коливанням підлягала величина гарантованого боргу.

В 2020 році основними компонентами нетто-приросту державного боргу України стали:

- облігації внутрішньої державної позики (+171,4 млрд грн);
- позики міжнародних фінансових організацій (+3,3 млрд дол. США);
- облігації зовнішньої державної позики (+1,1 млрд дол. США);
- облігації Укравтодору, випущені під державні гарантії (+19,2 млрд грн).

В той же час відбувалося нетто-погашення 3-річних ОВДП (на суму 18,9 млрд грн) і облігацій зовнішньої позики 2015 року (на 3,2 млрд дол. США).

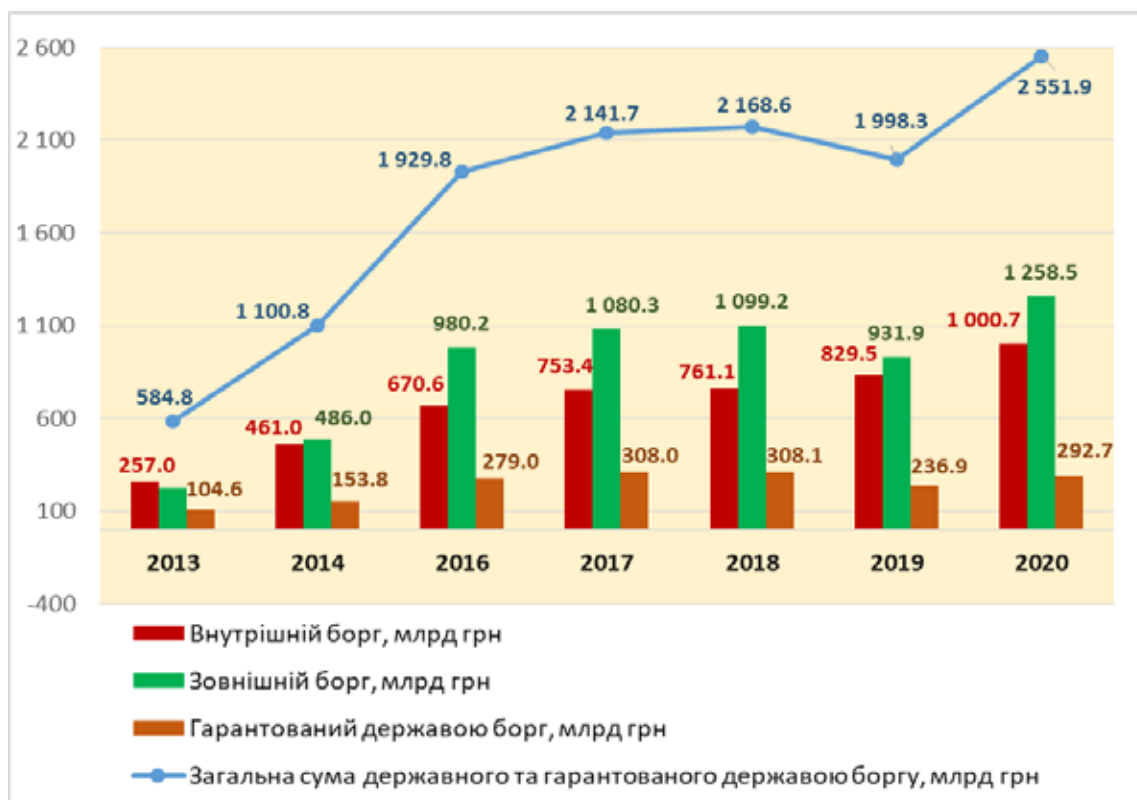


Рис. 12. Динаміка державного боргу України та його основних складових у період 2013-2020 років

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства фінансів України.

Зростання абсолютного і відносного розміру державного боргу України закономірно посилювало вразливість державних фінансів до впливу шоків факторів. Зокрема, високий розмір державного боргу України породжує такі економічні загрози і виклики:

- відсутність гарантованого доступу до зовнішнього позичкового фінансування може трансформуватися в проблеми макро-фінансової нестабільності;
- наявні деформації на користь зовнішніх позик підвищують валютні ризики позичкового фінансування і в перспективі - посилюють волатильність обмінного курсу гривні;
- значні обсяги зовнішніх боргів посилюють вразливість економіки України до впливу зовнішніх шоків (зменшення цін на експортовані товари, зміни обсягів міжнародної ліквідності, «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів, ін.) та актуалізують ризики кризового сценарію.

Слід зазначити, що в умовах пандемії **фіскальні та боргові ризики** суттєво підвищилися у багатьох країнах світу. Найбільш вагомими серед таких ризиків, які є актуальними й для України, фахівці МВФ вважають:

- економічний спад і реальне зниження доходів бюджету, що звужує фінансово-економічну базу для погашення і обслуговування боргів;

- волатильність глобального фінансового ринку при підвищенні навантаження державних боргів;
- непередбачувані зміни цін на сировинні товари, що впливатимуть на доходи бюджетів і на кредитоспроможність урядів;
- підвищення умовних зобов'язань урядів і можливість перекладення гарантованих зобов'язань на державний бюджет.¹⁰

У контексті оцінки наявних загроз і боргових ризиків досить інформативними є **індикатори боргового навантаження України**. Як свідчать дані рис. 13, у період 2017-2019 років відносні показники державного боргу в Україні поступово покращувалися, але в 2020 році вони знову погіршилися, сигналізуючи про підвищення боргових ризиків. Так, **величина державного і гарантованого боргу відносно ВВП** зменшилася з пікового рівня 81% ВВП у кінці 2016 року до 49,8% ВВП у кінці 2019, а упродовж 2020 року знову **зросла до 62,7% ВВП**. Такі зміни в 2016-2019 роках обумовлювалися суттєвим зміцненням реального обмінного курсу гривні та незначним зростанням реального ВВП при повільному збільшенні абсолютної суми боргу. У 2020 р. ситуація принципово змінилася: Уряд перейшов до стадії активного накопичення боргів, траєкторія курсу гривні стала девальваційною, а динаміка реального ВВП – низхідною.

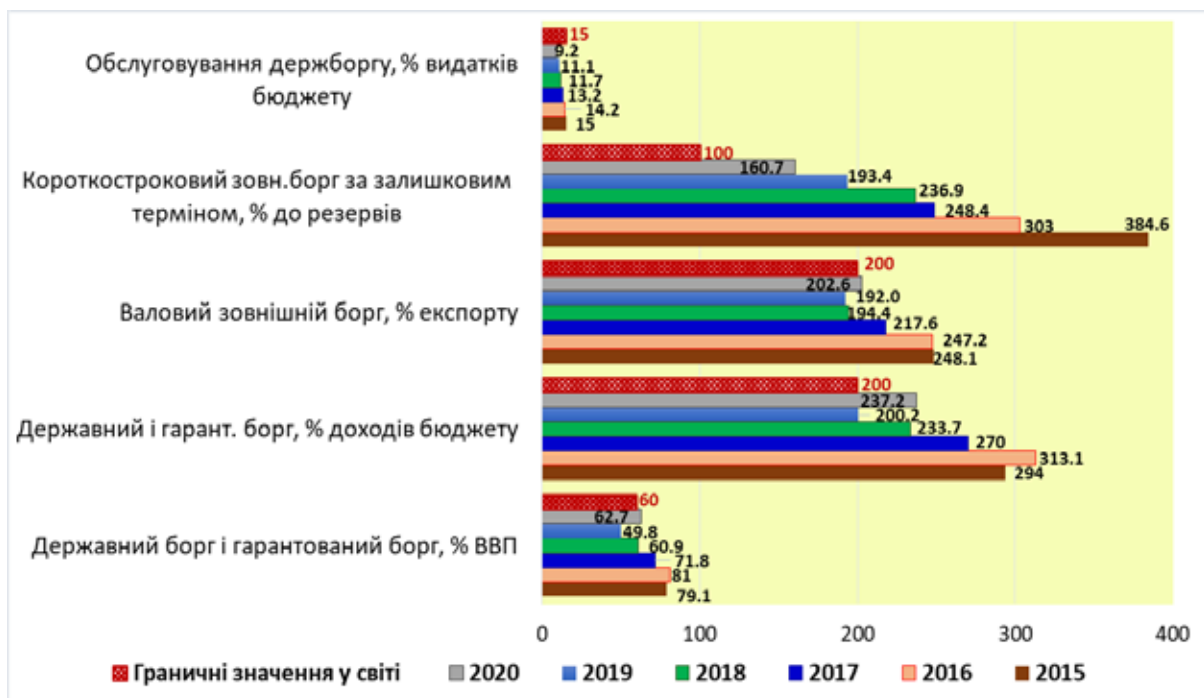


Рис. 13. Динаміка індикаторів боргового навантаження України та їх порівняння з граничними значеннями

Джерело: складено на основі даних МВФ, Світового банку, НБУ та Міністерства фінансів України.

¹⁰ International Monetary Fund. Fiscal Monitor, October 2020. – с. 30.

За поточного **рівня державного боргу відносно ВВП (62,7%)** Україна вже перевищила традиційний граничний показник державного боргу для країн з ринками, що формуються – 60% ВВП. І хоча в багатьох розвинутих країнах і країнах з ринками, що формуються, поточні обсяги боргів вже перевищили цю позначку, це не відмінняє факту погіршення боргової спроможності України.

Фіскальний захист працівників і компаній від економічного колапсу, а також зниження рівня виробництва мали своїм наслідком підвищення тягаря державних боргів по всьому світу. За оцінками МВФ державний борг всіх країн світу за 2020 рік збільшився орієнтовно на 14,1% ВВП і досяг величини 97,6% ВВП. При цьому величина боргу сектору загального державного управління в розвинутих країнах сягнула рівня 122,7% ВВП в кінці 2020 р., а в країнах з ринками, що формуються – 63,3% ВВП (див. рис. 14).¹¹ В Україні борг сектору загального державного управління (63,1% ВВП) майже точно відповідав середньому рівню в країнах ринками, що формуються, і суттєво відставав від показника розвинутих країн.

За високого розміру державного боргу високими є й ризики його рефінансування: саме тому в Україні із року в рік актуалізується проблема пошуку джерел залучення позик до бюджету, невирішення якої може стати тригером бюджетної та боргової кризи. Валові потреби у фінансуванні Уряду в Україні в 2020 р. оцінювалися на рівні 14,9% ВВП, що майже відповідає критичному рівню в 15%.

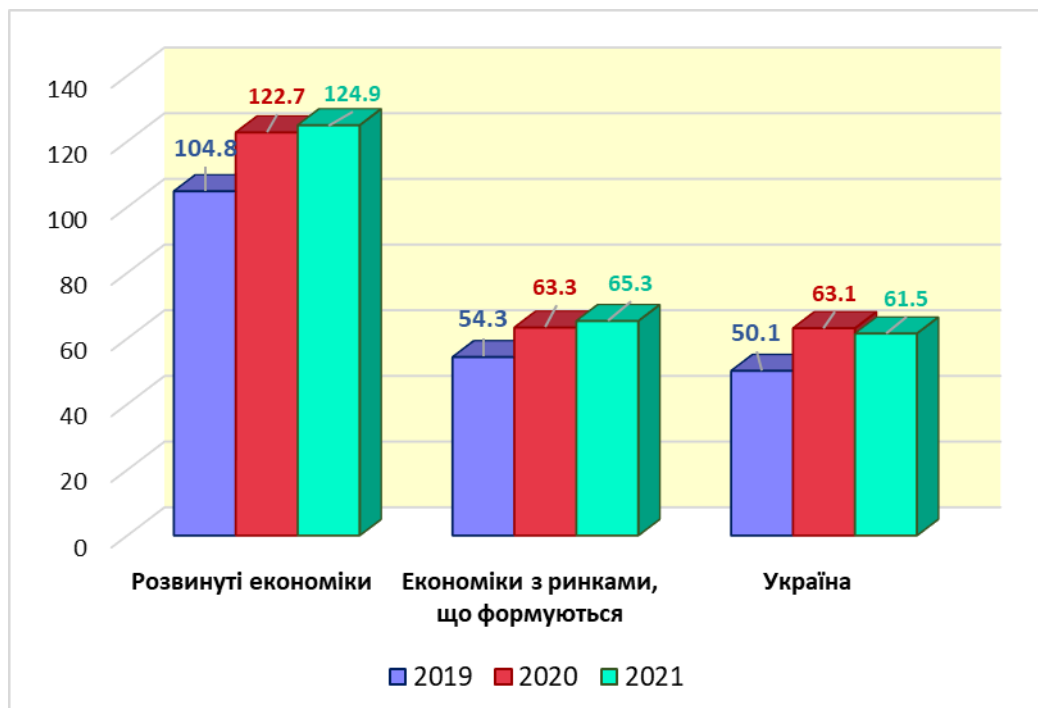


Рис. 14. Борг сектору загального державного управління в Україні та різних групах країн, % до ВВП (2020, 2021 рр. – оцінка і прогноз МВФ).

Джерело: складено автором за даними МВФ, Fiscal Monitor January 2021.

¹¹ International Monetary Fund. Fiscal Monitor Update, January 2021. – Retrieved from: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/01/20/fiscal-monitor-update-january-2021>

Відносно доходів бюджету державний і гарантований борг України станом на кінець 2020 р. становив **237,2%**, збільшившись на 37 п.п. відносно кінця 2019 року. Таким чином, було порушено гранично допустимий рівень державного боргу відносно доходів бюджету (200%).

Валовий зовнішній борг України складав **202,6%** експорту і майже відповідав гранично допустимому показнику на рівні 200% експорту. Але мала місце його негативна динаміка порівняно з 2019 роком (приріст на 10,6 п.п.).

Прийняте у світі граничне значення відношення **короткострокового зовнішнього боргу** до валових міжнародних резервів дорівнює 100%. В Україні таке відношення на кінець 2020 року становило 160,7%, зменшившись відносно початку року на 32,7 п.п. Така динаміка при порушенні граничного показника пояснювалася перевищенням приросту міжнародних резервів України над абсолютним приростом короткострокового зовнішнього боргу за 2020 рік.

Таким чином, всі **обчислені нами показники рівня державного боргу – його розміру щодо ВВП і доходів бюджету, відношення зовнішнього боргу до експорту та відношення короткострокового боргу до міжнародних резервів свідчать про ризиковість поточної ситуації з платоспроможністю держави та міжнародною ліквідністю України.**

Але така ситуація знаходиться під впливом не лише боргових процесів, а й слабо прогнозованих зобов'язань за ВВП-варантами, які були випущені в ході реструктуризації зовнішнього боргу України в 2015 р. Офіційна статистика не враховує зобов'язання за ВВП-варантами у складі державного боргу, однак пов'язані з ними виплати можуть досягати 1% ВВП у 2022-2025 р., на додачу до стандартних боргових виплат. У період 2026-2040 років обслуговування ВВП-варантів може поглинати ще більші суми бюджетних коштів. Для часткового розв'язання цієї проблеми Міністерство фінансів у червні 2020 р. розмістило зовнішні облігації на суму 0,33 млрд дол., що були спрямовані на достроковий викуп 10% ВВП-варантів. Однак, близько 90% цих деривативів все ще знаходяться в обігу і, по суті, є «бомбою» довготривалої дії для державних фінансів України.

Деформована **валютна структура державного боргу** генерувала додаткові ризики для макрофінансової стабільності. Станом на кінець 2020 р. частка боргових зобов'язань, номінованих у гривні, становила лише 35,1% загальної суми державного і гарантованого боргу (рис. 15). Порівняно з кінцем 2019 року частка боргу в гривні зменшилася на 1,6 п.п., а порівняно з кінцем 2018 р. – зросла на 6 п.п. Це свідчить про загалом високий рівень валютних ризиків структури державного боргу України, хоча вони і знижувалися упродовж останніх 2-х років. В цілому валютна структура державного боргу України демонструє високу

вразливість державних фінансів до ризиків коливань валютного курсу гривні і можливість настання боргової кризи у випадку стрімкої девальвації гривні.

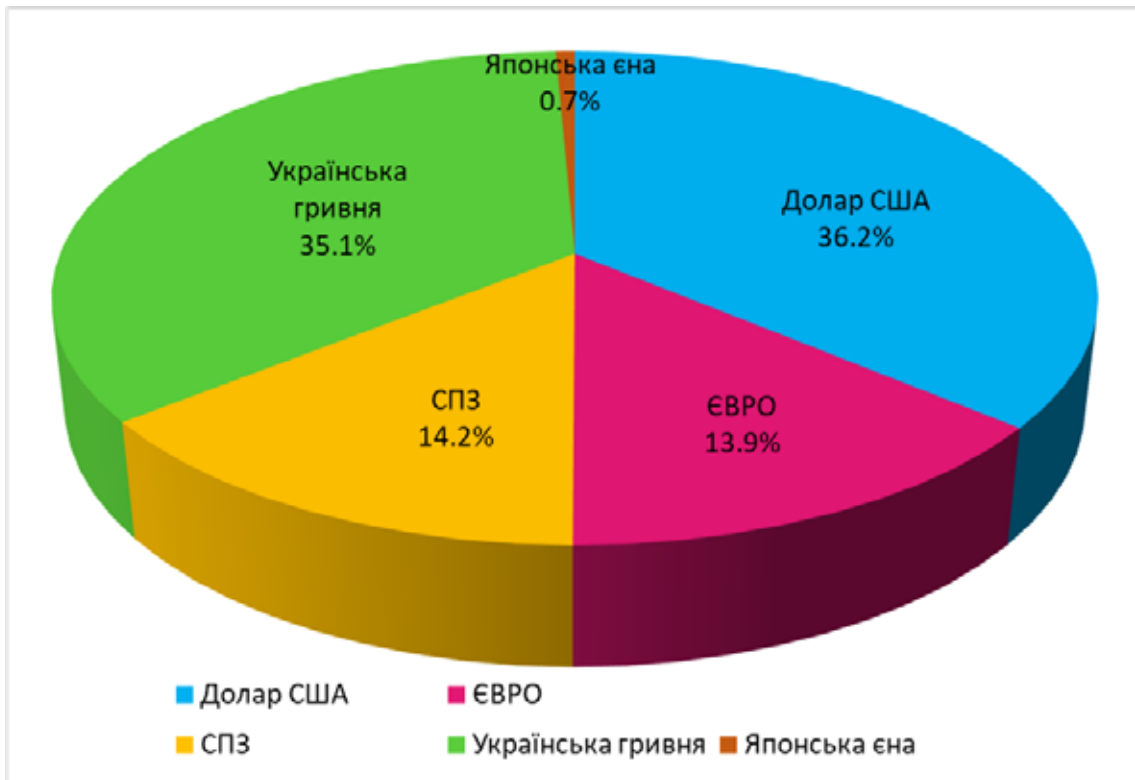


Рис. 15. Валютна структура державного та гарантованого державою боргу станом на 31.12.2020 р.

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України.

У червні 2020 року експерти МВФ провели для України аналіз боргової стійкості (debt sustainability analysis) із використанням стандартизованих стрес-тестів: шоку реального ВВП, шоку первинного балансу бюджету, шоку реальної відсоткової ставки, обмінного курсу та шоку умовних зобов'язань уряду.¹² Суть аналізу боргової стійкості полягає у визначенні граничних значень рівня державного боргу, його структури, потреб у позичковому фінансуванні і тестуванні бюджетно-податкової та боргової політики на предмет того, чи призведе їх прогнозований курс до перевищення прийнятих граничних значень.

Візуалізація отриманих результатів відбувається шляхом створення т. зв. «гарячої» карти (англ.: heat map). Кольори «гарячої» карти визначаються на основі порівняння отриманих у ході стрес-тестів прогнозованих показників рівня боргу, валових потреб у позичковому фінансуванні та структури боргу з граничними значеннями. В залежності від отриманих розбіжностей боргові ризики

¹² International Monetary Fund. Ukraine - IMF Country Report No. 20/197, June 2020. URL: https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF002/29109-9781513547015/29109-9781513547015/Other_formats/Source_PDF/29109-9781513547039.pdf

класифікуються як високі (червоний колір), середні (жовтий колір) або низькі (зелений колір).

Рівень державного боргу	Шок реального ВВП	Шок первин-го балансу бюджету	Шок реальної відсотко-вої ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Валові потреби в позичк-му фінансуванні	Шок реального ВВП	Шок первин-го балансу бюджету	Шок реальної відсотко-вої ставки	Шок обмінного курсу	Шок умовних зобов'язань
Борговий профіль	Сприйняття учасників ринку	Потреби в зовнішньому фінансуванні	Зміна частки коротко-строкового боргу	Боргові зобов'язання у власності нерезидентів	Борг, номінований в іноземній валюті

Рис. 16. «Гаряча карта» за результатами аналізу МВФ боргової стійкості України.

Джерело: МВФ IMF Country Report No. 20/197, June 2020.

«Гаряча карта» за результатами аналізу МВФ боргової стійкості України відображена на рис. 16. Як свідчить наведена інформація, головні ризики боргової позиції України пов'язані з:

- високими валовими потребами у позичковому фінансуванні бюджету;
- матеріалізацією умовних зобов'язань Уряду відносно стабільності банківської системи;
- значною часткою боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті.

Стрес-тести, проведені МВФ, сигналізують про те, що динаміка боргових показників України є особливо вразливою до шоків економічного зростання і девальвації національної валюти. Обидва шоки вже реалізувалися в 2020 р., і з високою вірогідністю більш сприятлива динаміка економічного зростання і обмінного курсу у наступні роки визначатимуть покращення боргового профілю України в майбутньому.

Видатки на **обслуговування державного боргу** в 2020 році становили 121,1 млрд. грн. або **3% ВВП** (табл. 10). Загальний обсяг виплат з погашення й обслуговування боргу сягнув величини 506,8 млрд. грн або **12,7% ВВП**. Питома вага видатків на обслуговування боргу в загальних видатках державного бюджету

становила **9,4%**, а питома вага платежів за державним боргом у витратах бюджету досягла **30%**.

Таблиця 10

Тиск боргових платежів на державний бюджет і ВВП

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ПЛАТЕЖІ ЗА ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ, млрд грн, у т. ч.:	114.2	171.8	503.4	208.8	475	349.9	464.5	506.8
- внутрішнім	65.7	102.7	151.3	166.5	370.1	241.9	335.0	315.6
- зовнішнім	48.5	69.1	352.1	42.3	104.9	108	129.5	191.2
Частка платежів за державним боргом у ВИТРАТАХ бюджету, %	23.3	26.3	28.5	22.4	37.1	28.5	32.7	30.0
Частка відсоткових виплат за боргом у ВИДАТКАХ бюджету, %	8.5	11.9	15	14.2	13.2	11.7	11.1	9.4
Відношення відсоткових виплат до ВВП, %	2.3	3.2	4.4	4.1	3.7	3.3	3.0	3.0
Відношення платежів за державним боргом до ВВП, %	7.5	10.8	10.2	8.8	15.9	10.0	11.6	12.7

Джерело: складено автором за даними Державного казначейства і Держстату України.

Аналіз показників боргових виплат упродовж 2013-2020 років свідчить про вагоме зростання тягара погашення і обслуговування боргу після 2014 р. із досягненням пікових значень у 2015, 2017 рр. та 2019-2020 рр. Так, відносно ВВП обсяг платежів за боргом збільшився з **7,5%** у 2013 р. до **15,9%** ВВП у 2017, потім дещо зменшився у 2018-2019 рр. (до **10** і **11,6%** ВВП), а в 2020 р. знову підвищився до **12,7%** ВВП. Сума відсоткових платежів за боргом збільшилася з **2,3%** ВВП у 2013 році до **4,4%** у 2015 і надалі поступово зменшувалася – до **3%** ВВП у 2019 та 2020 роках.

Високий тягар обслуговування державного боргу в Україні є однією з причин критичного стану сфери охорони здоров'я в Україні, постійного недофінансування сфер освіти і соціального забезпечення населення, хронічно низького рівня державних капітальних вкладень.

Середня ставка обслуговування державного боргу в Україні (відношення відсоткових виплат упродовж року до суми державного боргу на початок року) в 2020 р. сягнула **6,1%**, в той час як у 2019 р. вона становила **5,4%**. Поряд з цим, в Україні частка відсоткових виплат за боргом сектору загального державного управління у ВВП є однією з найвищих у світі, перевищуючи **3%** ВВП.

Порівняння ставок розміщення внутрішніх державних облігацій в Україні та провідних країнах світу також підводить до невтішних висновків. У той час як у розвинутих країнах світу реальні відсоткові ставки за державними зобов'язаннями

в основному були від'ємними (а в Німеччині – знаходилися в діапазоні від -1.2 до -1.1 % річних), в Україні додатні реальні ставки були аномально високими. Ставки за ОВДП різної строковості в Україні коливалися від 4,3% річних до 7,5% (рис. 17).

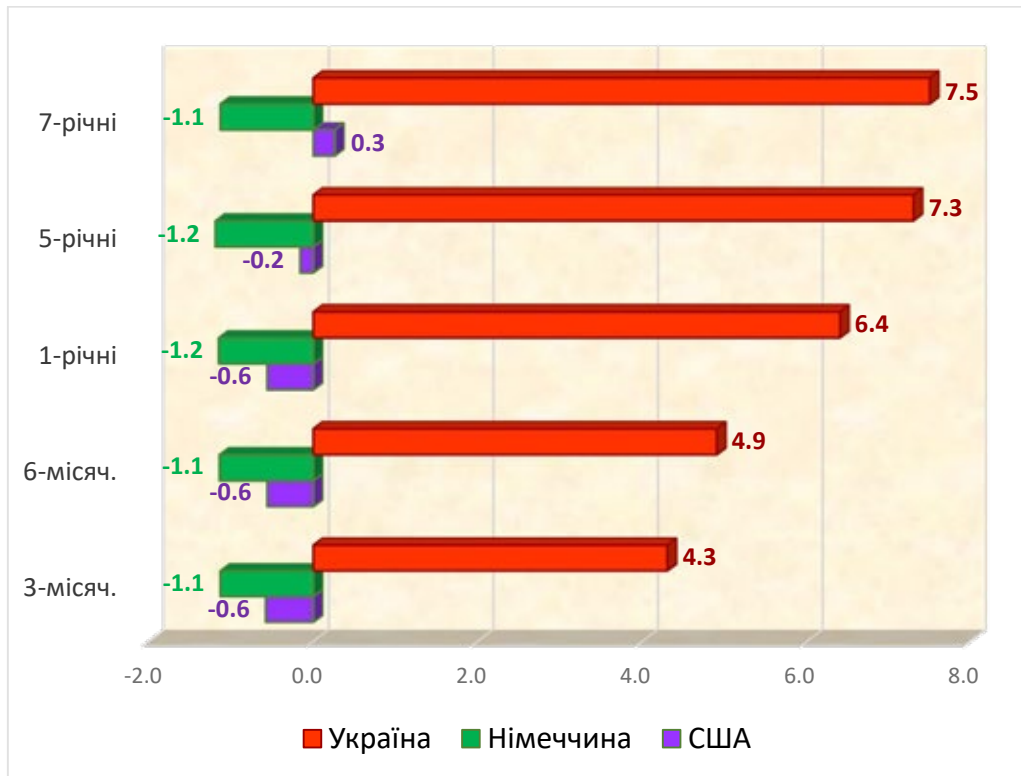


Рис. 17. Реальні відсоткові ставки за державними цінними паперами різної строковості у США, Німеччині та Україні, % річних (на початку лютого 2021 р.)

Джерело: дані Міністерства фінансів України, <https://tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>, <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

Викликає здивування і той факт, що у період високих відсоткових ставок за ОВДП, який бере початок з грудня 2020 р., **Уряд став активно розміщувати довгострокові ОВДП за номінальними відсотковими ставками понад 12% річних.** Хоча **принципи здорового фінансового менеджменту говорять про те, що втрати держави від високих ставок слід мінімізувати через розміщення переважно короткострокових цінних паперів,** які слід рефінансувати з меншими витратами у майбутньому після закінчення фази високих ставок. На жаль, даний принцип ігнорується в Україні.

Поширеними засобами стримування виплат на обслуговування державного боргу, які в 2020-2021 рр. застосовувалися в багатьох країнах світу, є зниження ключової відсоткової ставки центральним банком або ж викуп активів на ринку центральним банком. **На початку 2021 р. фахівці МВФ рекомендували органам макро-економічного регулювання в багатьох країнах світу продовжувати надавати**

економікам підтримку з боку фіскальної та монетарної політик до тих пір, поки в економіках не закріпиться стійке піднесення.¹³

Однак, у 2020 р. НБУ проводив доволі жорстку монетарну політику, що було одним із чинників високого рівня відсоткових ставок за ОВДП. Відсутність здорової координації фіскальної та монетарної політик в Україні є одним із чинників утримання завищеного рівня відсоткових ставок на ринку державних боргових зобов'язань України та високої вартості обслуговування боргу.

Отже, за результатами проведеного нами аналізу **в Україні порушуються критерії боргової стійкості за 4-ма з 5-ти ключових індикаторів**, а проблеми боргової стійкості державних фінансів і міжнародної ліквідності України не втрачають своєї актуальності. Поряд з цим, з початку пандемії **боргові ризики підвищувалися під дією наступних чинників:**

тривалий економічний спад і скорочення доходів бюджету, що звужує фінансово-економічну базу для обслуговування державних боргів;

волатильність глобального фінансового ринку при підвищенні навантаження державних боргів;

підвищення ризиків умовних зобов'язань урядів і ймовірності перекладення таких зобов'язань на державний бюджет.

¹³ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. January 2021.

V. ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Сукупний рівень **податкового навантаження на економіку** у 2020 році виявився найбільшим за останні двадцять років. Податковий коефіцієнт в Україні у 2020 році склав 40,4% ВВП, підвищившись на 3,4 в. п. щодо попереднього року. Небезпека поточної ситуації полягає в тому, що за результатами численних досліджень, податковий коефіцієнт на рівні 39-40% ВВП вважається гранично допустимим для підтримки позитивних темпів економічного зростання.

В розрізі складових податкового коефіцієнту в 2020 році відбулось незначне збільшення оподаткування споживання (+0,4 в.п. ВВП), зросло податкове навантаження на фактор праці (+4,5 в.п. ВВП) і зменшилось податкове навантаження на капітал (-1,5% ВВП). У даний час найбільшим об'єктом оподаткування в Україні виступає праця (22,5% ВВП), а другим за величиною - споживання (14,4% ВВП). Основними **складовими податкового коефіцієнту** традиційно є чотири бюджетоутворюючих податки і єдиний соціальний внесок. У 2020 році їх сумарна частка склала 30,9% ВВП, включаючи ПДВ – на рівні 9,8% ВВП.

Загальний обсяг доходів державного бюджету в 2020 році становив 1 065,4 млрд грн. Співвідношення податкових надходжень державного бюджету України до неподаткових складає 79% на 21%. Суттєвого перевиконання планових показників доходів державного бюджету було досягнуто за надходженнями від непрямих податків (ПДВ і акцизний податок) з вироблених в Україні товарів.

Це загальний позитивний тренд року, який зумовлений, в першу чергу, **підвищенням ефективності адміністрування** цих податків Державною податковою службою України. У 2020 році приріст надходжень до державного бюджету від сплати ПДВ з вироблених в Україні товарів склав +37,556 млрд грн (+42%), а від сплати акцизного податку - +10,552 млрд грн (+15,4%). Найбільше скоротились надходження від сплати ПДВ з товарів, ввезених на митну територію України (-15,646 млрд грн).

Аналіз законодавчих ініціатив у сфері оподаткування, розгляд яких запланований Верховною радою в I півріччі 2021 року, підводить до висновку про їх неспроможність вирішити основні **проблеми вітчизняної податкової системи**, які проявляються у формі наявних структурних диспропорцій та загального надвисокого рівня податкового навантаження на вітчизняну економіку.

В частині **видаткової політики** органи державної влади України в 2020 році зосереджували обмежені бюджетні ресурси на вкрай важливих для країни напрямках, пов'язаних із збереженням здоров'я населення, захистом країни від зовнішнього ворога, а також відбудовою дорожньої інфраструктури країни. І це було цілком виправданим в умовах пандемії, економічної кризи та триваючої військової агресії. Але негативної оцінки заслуговують державні рішення щодо

утримання «на голодному пайку» сфер освіти, духовного і фізичного розвитку, які з часу радикальних реформ 2014-2015 рр. і так перебувають у напівзруйнованому стані. З іншого боку, практика перманентного нарощування видатків на правоохоронні і судові органи також не є достатньо обґрунтованою. Такі видатки відносяться до державного споживання, яке не сприяє збільшенню людського чи фізичного капіталу країни і незначною мірою впливає на сумарну продуктивність факторів виробництва.

У розрізі **економічних категорій видатків** найбільшого приросту фінансування у 2020 році щодо попереднього було досягнуто за статтями: а) субсидії та поточні трансферти підприємствам (+1,3% ВВП); б) оплата праці в бюджетній сфері (+1% ВВП); в) соціальне забезпечення (+0,3% ВВП).

На жаль, у 2020 році не спостерігалось суттєвого посилення інвестиційної спрямованості державних видатків. Відносна величина **капітальних видатків** Зведеного бюджету (в % до ВВП) зросла з 3,9% до 4,2%, а державного бюджету – з 1,9% до 2,3% ВВП. Збільшення фінансування дорожнього господарства України (на 1,5% ВВП за рік) відбувалося, передусім, за рахунок зміни структури капітальних видатків: у 2020 р. номінально зменшилися витрати на придбання обладнання і предметів довгострокового користування, витрати на капітальне будівництво/ придбання.

Дефіцит державного бюджету України в 2020 р. становив 5,3% ВВП, а дефіцит Зведеного бюджету - 5,5% ВВП. У 2020 році відбувся розворот фіскальної політики від рестриктивної до експансивної. Згідно з нашими оцінками, в 2020 році фіскальний імпульс в Україні становив +1% ВВП. Тобто фіскальна політика України набула **антициклічного характеру**, а її пом'якшення в період економічної та епідеміологічної кризи дозволило підтримати економіку та соціальну сферу.

Чисте фінансування дефіциту бюджету за борговими операціями в 2020 р. становило 253,2 млрд грн, що в рази перевищувало відповідні показники попередніх років. При цьому сума **валового державного запозичення** (638,7 млрд грн) також суттєво перевищувала аналогічні суми в минулому – 286,5 млрд грн у 2018 р. і 425,7 млрд грн у 2019 р.

Домінуючими **тенденціями на ринку ОВДП** у 2020 році стали:

- 1) суттєві коливання рівнів дохідності та обсягів розміщення ОВДП упродовж року, що визначало загальну нестабільність ринку;
- 2) істотне підвищення ролі банків та юридичних осіб України як інвесторів у ОВДП при загальному зменшенні частки нерезидентів та утриманні мінімальної частки фізичних осіб;
- 3) помітне зниження номінальних та реальних відсоткових ставок за ОВДП у січні-липні при відновленні висхідного тренду у серпні-грудні 2020 р.

За обсягом грудневі розміщення гривневих ОВДП в 2020 р. були безпрецедентними для України і в 6 разів перевищували суми грудневих розміщень у 2018-2019 роках.

Номінальна **дохідність гривневих ОВДП** у 2020 р. знизилася у середньому в 1,7 рази порівняно з 2019 р. і становила 9,8% річних. Реальна відсоткова ставка гривневих ОВДП у січні-вересні 2020 року коливалася в межах 3,4% - 6,5% річних і у середньому становила 5% річних. Дана ставка була удвічі нижчою, ніж у 2019 році, але наприкінці 2020 року реальна ставка знову підвищилася: з 4,1% у жовтні до 6% у грудні.

На наш погляд, зростання відсоткових ставок за ОВДП в Україні в листопаді-грудні 2020 р. було алогічним і відображало жорсткі монетарні умови та зсув політики Міністерства фінансів у формуванні дохідності державних цінних паперів (хоча дефіцит зовнішнього фінансування також зіграв свою роль).

У міжнародному контексті поточний рівень відсоткових ставок за ОВДП в Україні виглядає завищеним навіть у середовищі країн з порівняно низькими кредитними рейтингами. Так, у січні 2021 р. в Україні номінальні ставки за ОВДП були на 2,8 - 3,5 в.п. вищими, ніж у країнах із співставним ступенем ризиків; аналогічно й реальні відсоткові ставки за ОВДП в Україні були на 1,8 – 3,3 в.п. вищими.

Викликає здивування і той факт, що у період аномально високих відсоткових ставок за ОВДП, який бере початок з грудня 2020 р., Уряд став активно розміщувати **довгострокові ОВДП** за номінальними ставками понад 12% річних. Хоча принципи здорового фінансового менеджменту говорять про те, що втрати держави від високих ставок слід мінімізувати шляхом розміщення переважно короткострокових цінних паперів. Тобто схоже на те, що в Україні інтереси держави-емітента не відіграють помітної ролі при визначенні параметрів державних запозичень.

У структурі **бази інвесторів** у державні цінні папери в Україні за 2020 р. відбулися такі суттєві зміни: частка банків України за рік зросла із 40,6% до 51,9%; частка НБУ скоротилася з 41% до 32,7%; частка юридичних осіб України зросла з 3,2% до 5,8%; частка іноземних інвесторів зменшилася з 14,1% до 8,5%.

На внутрішньому фінансовому ринку вартість залучення державних позик – 3,4% за доларовими інструментами і 2,3% за євро – була суттєво нижчою від вартості позик Уряду на міжнародному ринку капіталів - 7,25% у доларах США (крім грудневого випуску під 6,5%) і 4,38% у євро. Таким чином, **попит на валютні ОВДП** в Україні штучно стримувався встановленням їх низької дохідності, а Уряд України надавав необгрунтовані переваги іноземним інвесторам над внутрішніми (відсоткова ставка для іноземних була вищою майже на 4 в.п.) Така політика не лише погіршувала стан злиденного бюджету країни, а й негативно впливала на зовнішню стійкість економіки, оскільки значні відсоткові платежі іноземним інвесторам посилюють нестабільність платіжного балансу країни.

За 2020 рік загальна **сума державного і гарантованого боргу**, виражена в гривнях, збільшилася на 553,6 млрд грн., а виражена в доларах - на 5,9 млрд дол. США. Зростання абсолютного і відносного розміру державного боргу України закономірно посилювало вразливість державних фінансів до змін умов внутрішнього та зовнішнього фінансового ринків.

Обчислені нами **показники стійкості державного боргу** – його розміру щодо ВВП і доходів бюджету, відношення зовнішнього боргу до експорту та відношення короткострокового боргу до міжнародних резервів свідчать про ризиковість поточної ситуації з платоспроможністю держави та міжнародною ліквідністю України. Суттєві ризики для стабільності боргової позиції України були пов'язані і з: високими валовими потребами у позичковому фінансуванні бюджету (на рівні 15,8% ВВП у 2020 р. і 14,7% у 2021 р.); і значною часткою боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті (64,9% у грудні 2020 р.).

Загальний обсяг виплат з **погашення й обслуговування державного боргу** сягнув величини 506,8 млрд. грн або 12,7% ВВП, а видатки на обслуговування боргу складала 3% ВВП. Питома вага видатків на обслуговування боргу в загальному обсязі видатків державного бюджету становила 9,4%. Високий тягар обслуговування державного боргу в Україні однією з причин критичного стану сфери охорони здоров'я в Україні, постійного недофінансування сфер освіти і соціального забезпечення населення.

У 2020 р. НБУ проводив жорстку монетарну політику та ігнорував інструменти нетрадиційної монетарної політики, що було одним із чинників високого рівня відсоткових ставок за ОВДП. Абстрагування НБУ від проблем економіки та державних фінансів України, як і відсутність здорової **координації фіскальної та монетарної політик**, виливалися в утримання завищеного рівня відсоткових ставок на ринку державних боргових зобов'язань України та високої вартості обслуговування боргу.

Важливими завданнями у сфері монетарно-фіскальної координації на майбутнє є зменшення обсягів операцій з депозитними сертифікатами НБУ, подолання регуляторних перешкод для банків щодо вкладень у валютні ОВДП, підвищення зацікавленості фізичних осіб інвестувати власні заощадження у державні цінні папери, а також відновлення операцій з купівлі-продажу ОВДП на вторинному ринку Національним банком України.

У частині **бюджетної політики в Україні**, як і багатьох країнах світу, нагальною є необхідність продовження політики соціального захисту вразливих верств населення, а також стимулювання підйому економіки, в тому числі через надання субсидій (пільгових кредитів) життєздатним підприємствам і фінансування державних інвестицій. За висновком фахівців МВФ, хоча боргові проблеми і є актуальними для багатьох країн світу, більш нагальним завданням на сьогодні є уникнення передчасного припинення фіскальної підтримки економіки; така

підтримка має бути продовжена, щонайменше, до кінця 2021 р. і забезпечити підживлення процесу відновлення економіки та пом'якшення деструктивних наслідків пандемії.

З метою виправлення структурних диспропорцій **податкової системи України** та посилення її нейтральності у площині економічного розвитку доцільним видається запровадження помірно прогресивної шкали ставок ПДФО з одночасним поступовим наближенням неоподаткованого доходу до законодавчо визначеного прожиткового мінімуму. Оптимізація податкового навантаження на споживання та скорочення масштабів податкових схем неможливі без зменшення нормативної ставки ПДВ. Доцільним виглядає і є залучення нових об'єктів для оподаткування акцизним податком, зміна моделі і процедури адміністрування податку на нерухомість, підвищення фіскальної ефективності екологічного податку.

Матеріал підготовлено:

д-ром екон. наук **Тетяною Богдан,**

д-ром екон. наук **Костянтином Швабієм**



GROWFORD Institute

01004, м. Київ, Печерський район,
вул. Велика Васильківська, 9/2, оф. 30

growford.institute@gmail.com,

www.growford.org.ua