

БОРГОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ: ЩОДО ЗРОСТАННЯ РИЗИКУ ДЕФОЛТУ

Анотація

Проаналізовано ключові проблеми боргової політики України впродовж 2017 р. з виокремленням ризиків фінансовій безпеці. Визначено напрями подолання існуючих загроз та запропоновано низку антикризових заходів, що сприятимуть посиленню фінансової стійкості держави та зменшенню вразливості національної економіки до негативного впливу зовнішніх та внутрішніх чинників .

БОРГОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ: ЩОДО ЗРОСТАННЯ РИЗИКУ ДЕФОЛТУ

Впродовж останнього часу ряд зовнішніх та внутрішніх чинників, зокрема: продовження гібридної війни з боку РФ, глобалізаційні процеси на міжнародних ринках, зниження обсягу експорту товарів та послуг, зменшення прогнозованих темпів зростання реального ВВП, високий рівень корупції в Україні, суспільно-політичний популізм, незадовільні темпи реформування, стали чинниками дестабілізації державних фінансів.

У борговій сфері це проявляється, перш за все, у перевищенні передбачених чинним українським законодавством граничних меж боргових показників, суттєвому посиленні бюджетного ризику. Складнощі боргової політики вкрай загострюють існуючі роками проблеми фінансової безпеки держави, підштовхують країну до межі дефолту.

Розгляд особливостей управління державним боргом упродовж 2017 р. дає змогу відслідкувати ряд негативних тенденцій, котрі потребують негайної корекції впродовж 2018 р. задля забезпечення виконання основних завдань бюджетно-фінансової політики в рамках Стратегії управління державними фінансами.

Закономірністю останніх років стала стійка тенденція нарощування обсягів державного та гарантованого державою боргу України. Основним джерелом фінансування помірному дефіциту бюджету в 2017 р. залишалися кошти, залучені за борговими операціями. Хоча у 2017 р. збільшилося фінансування за рахунок приватизаційних надходжень – 3,4 млрд грн, однак вони склали лише біля 20 % від запланованого їх обсягу. Левову частку запозичень на внутрішньому ринку здійснено з використанням ОВДП зі строком обігу від одного до трьох років.

Обсяг номінованих в іноземній валюті, залучених коштів від розміщення ОВДП, склав 1,8 млрд дол США; валютні кошти були також отримані від зовнішніх боргових операцій внаслідок: розміщення ОЗДП у вересні 2017 р. обсягом 3 млрд дол США та отримання траншу від МВФ на

суму 1,3 млрд дол США. Зазначені запозичення дозволили поповнити міжнародні резерви НБУ та забезпечили виконання платежів з погашення як за внутрішніми, так і зовнішніми зобов'язаннями, обсяги яких у 2017 р. суттєво збільшилися.

Щодо запозичень коштів у національній валюті у 2017 р., було здійснено випуски ОВДП з метою капіталізації банків з відповідним коригуванням граничного обсягу державного боргу на загальну суму 70,7 млрд грн. Зокрема, було додатково капіталізовано ПАТ «Державний експортно-імпорتنного банк України» на суму 7,72 млрд грн (Постанови КМУ від 01.02.2017 р. №54, від 06.03.2017 р. №123), ПАТ «Державний ощадний банк України»); ПАТ «Державний ощадний банк України» на суму 14,62 млрд грн (Постанови КМУ від 01.02.2017 р. №55, від 06.03.2017 №122, від 27.12.2017р. №1039); ПАТ КБ «Приватбанк» на суму 48,36 млрд грн (Постанови КМУ від 22.02.2017р. №89, від 23.06.2017р. №443).

Проведені впродовж року боргові операції (у тому числі правочин з ОВДП, які були в портфелі НБУ) вплинули на динаміку обсягів суверенного боргу: якщо у 2016 р. його приріст проти минулого року становив 357,6 млрд грн або на 22,7 %, то впродовж 2017 р. відповідні показники склали 211,0 млрд грн або 11,0 %. Станом на 31.12.2017 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу становив 2141,67 млрд грн, у тому числі: *державний борг* – 1833,71 млрд грн (85,62 % від загального обсягу) та *гарантований державою борг* – 307,96 млрд грн (14,38 % від загального обсягу).

Збільшився й обсяг державного та гарантованого державою боргу, номінований в іноземній валюті – відносно початку року на 5,34 млрд дол США або на 7,5 % (проти 5,46 млрд дол США або 8,3 % у 2016 р. відповідно), показник якого на кінець 2017 р. відповідав значенню 76,31 млрд дол США. Значні боргові виплати у 2018 р. прискорять темпи його приросту. Відповідно до ст. 5 Закону України «Про Державний бюджет

України на 2018 рік»¹ граничний обсяг державного та гарантованого державою боргу на 31.12.2018 р. складе 2 746, 9 млрд грн, у т. ч. державного боргу – 1 999,35 млрд грн, гарантованого державою боргу – 747,55 млрд грн. Станом на 31 січня 2018 року обсяг державного та гарантованого державою боргу становив 2131,85 млрд грн або 76,11 млрд дол США, в тому числі: державний борг – 1832,95 млрд грн або 65,44 млрд дол США, гарантований державою борг – 298,90 млрд грн або 10,67 млрд дол США.

Впродовж останніх років у структурі суверенного боргу України спостерігається стійка тенденція перевищення критичного валютного показника структури боргу, визначеного МВФ для країн, що розвиваються (не більше 60 % складу боргу в іноземній валюті² від його загального обсягу) Зокрема, станом на 31.12.2017 р. державний та гарантований державою зовнішній борг становив 1375,00 млрд грн або 48,99 млрд дол США (64,20 % від його загального обсягу), а державний та гарантований державою внутрішній борг – 766,68 млрд грн або 27,32 млрд дол США (35,80 %).

На кінець січня 2018 р. значення відповідних показників становили: загальний зовнішній борг – 1373,18 млрд грн (64,42 % від загальної суми суверенного боргу) або 49,03 млрд дол США, загальний внутрішній борг – 758,67 млрд грн (35,58 %) або 27,09 млрд дол США³.

Як видно, валютна компонента суттєво перевищує критичний рівень зазначеного вище боргового індикатора. Необхідно зазначити, що здійснені запозичення шляхом розміщення ОВДП, номінованих у доларах США, тільки посилюють цю тенденцію: якщо на кінець 2016 р. він складав 69,7 % (30,3% в національній валюті відповідно), то на кінець 2017 р. частка державного та гарантованого державою боргу України в іноземній валюті

¹ Закону про Державний бюджет України на 2018 рік № 7000 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551

² IMF: Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries . [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

³ Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.01.2018). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>

становила 69,95 % та 30,05 % в національній валюті відповідно⁴, що свідчить про вразливість фінансової системи до курсових коливань, зростання вартості боргу. У структурі державного боргу на 2018 р. передбачається зменшення частки боргу в іноземній валюті до 66,7 % та відповідно збільшення її в національній валюті до 33,3 %⁵ (станом на 31.01.2018 р. значення цих показників були на рівні 69,62 % та 30,38 %).

Зазначене зумовлює зростання валютних витрат уряду з обслуговування боргових зобов'язань, посилює загрозу скорочення валютної пропозиції для українських фінансових ринків та створює загрозу різкого зростання обсягу державного боргу у випадку можливої подальшої девальвації гривні.

Високий рівень боргового навантаження. Зростання номінального ВВП та помірна волатильність курсу гривні впродовж 2017 р. сприяли поступовому зниженню співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП. На кінець 2017 р. цей показник зменшився до 71,8 % порівняно з його значенням 81,0 % на кінець 2016 р.

Довідково. Законами «Про Державний бюджет України на 2017 рік» та «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2017 рік»⁶ (з урахуванням переглянутого Урядом прогнозного ВВП на поточний рік) передбачалось, що на кінець 2017 р. державний і гарантований державою борг складе 84,4 % ВВП, а згідно з прогнозами МВФ⁷ рівень боргового навантаження сягне 89,9 % ВВП.

Водночас, виходячи із закладених у Законі «Про Державний бюджет України на 2018 рік» обсягів боргу та з урахуванням скоригованих основних прогнозних макропоказників економічного і соціального розвитку України

⁴ Боргова статистика за 2017р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>

⁵ Програма управління державним боргом України на 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/prohrama--upravlinnia-derzhavnym-borhom-na--rik-zahalni-polozhennia?category=borg>

⁶ Закон України Про внесення змін до Закону України "Про Державний бюджет України на 2017 рік" [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62067

⁷ Fiscal Monitor. Achieving More with Less [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. – April, 2017. – P. 123. – Режим доступу : <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>

на 2018-2020 рр.⁸, прогнозований⁹ на кінець 2018 р. рівень боргового навантаження може збільшитися до **82,4 % ВВП**, зокрема:

– за сценарієм 1 (при номінальному ВВП на рівні 3332,3 млрд грн) відношення державного та гарантованого державою боргу до номінального ВВП– 82,4 % (відношення *обсягу державного боргу* до ВВП – 60 %);

– за сценарієм 2 (при номінальному ВВП на рівні 3397,8 млрд грн) відношення державного та гарантованого державою боргу до номінального ВВП – 80,8 % (відношення *обсягу державного боргу* до ВВП – 58,8 %);

– за сценарієм 3 (при номінальному ВВП на рівні 3351,7 млрд грн) відношення державного та гарантованого державою боргу до номінального ВВП – 82,0 % (відношення *обсягу державного боргу* до ВВП – 59,7 %).

Довідково. Бюджетною резолюцією на 2018-2020 рр. («Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 роки»)¹⁰ встановлено обмеження *граничного обсягу державного боргу в середньостроковій перспективі, зокрема, на кінець 2018 року на рівні, не більше ніж 62 % ВВП (58 % ВВП - на кінець 2019 р.; 55 % ВВП на кінець 2020 р.) та граничного обсягу гарантованого державою боргу на рівні не більше ніж 22 % ВВП на кінець 2018 р. (19 % ВВП на кінець 2019 р. та 18 % ВВП на кінець 2020 р.)*. Такі ж прогнозні граничні боргові показники щодо *державного боргу* закладені у *Середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2017-2019 рр.*¹¹: відношення *обсягу державного боргу* до ВВП на кінець 2018 р. – на рівні не більш 62 % та на кінець 2019 р. – на рівні не більш 58 % відповідно.

Таким чином, рівень боргового навантаження в Україні перевищує гранично допустимий показник у 60 %. Це означає наявність суттєвих ризиків переходу сфери державних фінансів у нестабільний стан у випадку появи додаткових зовнішніх або внутрішніх несприятливих впливів.

Надмірний тиск зростаючих боргових виплат на державний бюджет. Обсяг витрат на погашення державного боргу у 2017 р. збільшився

⁸ Про внесення змін у додатки 1 і 2 до Постанови Кабінету Міністрів України від 31 травня 2017 р. № 411“Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018-2020 роки” /Постанова Кабінету Міністрів України від 31 травня 2017 р. № 411[Електронний ресурс]. – Режим доступу:

⁹ Розрахунки автора

¹⁰ Про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 роки /Проект Постанови № 6591 від 15.06.2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc_1?pf3511=62047

¹¹ Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2017-2019 роки / Постанова Кабінету Міністрів України від 1 грудня 2017 р. № 905 : [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/905-2017-%D0%BF>

у 3,3 разу або на 252,1 млрд грн порівняно з попереднім роком і становив на 31.12.2017 р. 363,5 млрд грн (проти 111,4 млрд грн на кінець 2016 р), у т. ч. 297,0 млрд грн – виплати за внутрішнім боргом та 66,5 млрд грн – виплати за зовнішнім боргом. У 2018 р. заплановані платежі з погашення державного боргу складуть 175,73 млрд грн (5,3 % від прогнозного ВВП), у т. ч. 114,02 млрд грн або 64,9 % від загального їх обсягу – платежі за внутрішнім боргом та 61,70 млрд грн (35,1 %) – платежі за зовнішнім боргом. У структурі виплат поточного року з погашення зовнішнього боргу передбачено 43,8 млрд грн на погашення заборгованості перед МВФ.

Фактичні загальні видатки бюджету на обслуговування державного боргу впродовж 2017 р. збільшились на 14,7 млрд грн або на 15,3 % порівняно з попереднім роком і станом на 31.12.2017 р. їх обсяг відповідав значенню в 110,5 млрд грн (проти 95,8 млрд грн у 2016 р.). Законом «Про державний бюджет України на 2018 рік» обсяг платежів з обслуговування державного боргу на 2018 р. прогнозується в сумі 130, 20 млрд грн, з яких 79,34 млрд грн (60,9 %) – платежі за внутрішнім боргом та 50,86 млрд грн (39,1 %) – платежі за зовнішнім боргом (найбільшу питому вагу серед яких – 27,31 млрд грн, матимуть виплати за реструктуризованими ОЗДП 2015 р.)

І хоча відношення видатків на обслуговування боргу до доходів Державного бюджету як показник вартості боргу в останні роки має незначну тенденцію до зменшення – від 15,5 % у 2016 р., 14,0 % – у 2017 р. , до 14,2 % – на кінець 2018 р.¹², проте це є симптомом низької боргової стійкості та кризи неплатоспроможності. Підтвердженням цієї тези є динаміка рівня обслуговування боргу (відношенням платежів з обслуговування до ВВП), показники якого становили: у 2016 р. – 4,0 %; у 2017 р. – 3,8 % та у 2018 р. 3,9 % відповідно.

Отже, державний борг в Україні є досить дорогим у обслуговуванні, він став чинником уповільнення економічного зростання, оскільки нові запозичення є джерелом рефінансування попередніх боргів, а не інвестиційним ресурсом.

¹² Власні розрахунки автора за даними Міністерства фінансів України

Критичні обсяги платежів за зовнішніми зобов'язаннями посилюють залежність держави від міжнародних донорів. Загалом у найближчі 5 років Україна має виплатити більше 40 млрд дол США за зовнішніми боргами. Згідно графіку виплат у 2018 р. на погашення та обслуговування зовнішнього державного та гарантованого державою боргу необхідно понад 6,5 млрд дол США (у разі негативного рішення Апеляційного суду Лондона щодо сплати так званого «боргу Януковича» сума виплат зросте до 9,5 млрд дол США). Пікові боргові виплати зовнішнім кредиторам впродовж 2019-2021 рр. складуть від 8,5 млрд дол США до 10 млрд дол США щорічно.

Продовжуючи здійснювати розпочаті у 2016 р. виплати, 1 березня 2018 р. Україна погасила п'ятий купон в сумі 444,4 млн дол США за єврооблігаціями, випущеними в межах проведеної Україною у 2015 р. боргової операції з державним та гарантованим державою боргом, а також реструктуризації зовнішніх запозичень м. Києва, державних підприємств Укравтодор та Конструкторське бюро Південне.

Довідково. Високий суд Лондона зобов'язав своїм рішенням Україну виплатити РФ номінальну вартість боргу в 3 млрд дол США облігаційного займу, а також купон у розмірі 75 млн дол США і відсотки за прострочення виплат. Впродовж 22-26.01.2018 р. в суді розглядалась апеляція України, рішення за якою може бути оголошене впродовж трьох місяців.

Зростання ризику додаткових виплат за гарантійними випадками. Упродовж минулого року обсяги гарантованого державою боргу збільшились на 14,4 % і станом на 31.12.2017 р. склали 308,0 млрд грн (або 11,0 млрд дол США), з них 294,7 млрд грн (або 10,5 млрд дол США) – це обсяг гарантувань за зовнішніми запозиченнями. Плановий показник гарантованого державою боргу на кінець 2018 р. передбачено в обсязі 747,55 млрд грн або близько 25 млрд дол США (станом на 31.01.2018 р. відповідний показник був на рівні 298,9 млрд грн або 10,65 млрд дол США). Значне зростання обсягу

гарантованого боргу збільшує ризики бюджетних виплат за наданими гарантіями, створює додатковий тиск на сферу державних фінансів, зумовлений як недоотриманням доходу у формі комісії за надання державних гарантій, так і необхідністю «резервування» значної частини бюджетних коштів.

Підвищення ймовірності реалізації потенційних ризиків проведеної реструктуризації боргу у формі додаткових виплат за ВВП-варантами у середньостроковій перспективі. За оцінками UIF (Українського інституту майбутнього)¹³, при зростанні економіки України на 4,0-4,5 % на рік в 2022-2027 рр. сума компенсацій кредиторам складе 2,5 млрд дол США, що становить додаткову загрозу бюджетній сфері та економіці загалом. Однією з необхідних умов для виплати країною за ВВП-варантами є перевищення порогового рівня номінального ВВП в 125 млрд дол США. За оцінками експертів інвестиційної компанії «Драгон Капітал»¹⁴, у 2018 р. ріст номінального ВВП України у доларовому еквіваленті може скласти 122 млрд дол США, а в 2019 р. може досягти 130 млрд дол США. При зростанні реального ВВП понад 3,0 % у 2019 р., перша виплата має відбутися в травні 2021 р.

Довідково. У рамках проведеної в 2015 р. реструктуризації частини державного боргу власники єврооблігацій України пропорційно своїй частці в сумарному реструктуризованому боргу отримали 20-річні ВВП-варанти, виплати за якими здійснюватиметься у грошовій формі в доларах США залежно від динаміки зростання реального ВВП України: якщо приріст реального ВВП становитиме від 3 % до 4 %, то виплата за паперами становитиме 15 % на перевищення показника ВВП понад 3 % ; при перевищенні 4 % приросту ВВП - ще плюс 40 % перевищення показника ВВП над 4 %. Зазначені умови за VRI діятимуть лише після того, як номінальний ВВП України зросте в 1,5 разу і досягне \$125,4 млрд (на момент випуску паперів це відповідало прогнозам МВФ за показниками ВВП на 2019 рік у дол США, що було еквівалентом 3,183 трлн грн). Крім цього, у 2021-2025 рр. виплати за ВВП-варантами будуть обмежені 1 % ВВП.

Таким чином, збільшення вартості реструктуризованих боргових інструментів за умовами боргової операції до 7,75 % та прив'язка виплат за

¹³

Ризики дефолту України стають критичними [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://uifuture.org/uk/post/ekonomika-ukrainy-riski-defolta-ukrainy-stanovatsa-kriticeskimi_448

¹⁴

Доларовий ВВП України досягне рівня виплат за ВВП-варантами у 2019 році - "Драгон Капітал"[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.interfax.com.ua/news/general/487823.html>

новими цінними паперами до темпів зростання ВВП, за оцінками експертів¹⁵, замість списаних 3,6 млрд дол США зобов'яже виплатити кредиторам 15 % або 40 % номінального приросту ВВП впродовж 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3 % та 4 % відповідно.

Посилення бюджетного ризику в короткостроковому періоді через зростання дефіциту бюджету та покриття його за рахунок запозичень.

Упродовж 2016-2017 рр. завдяки заходам з реформування фінансової сфери показники дефіциту державного бюджету зменшились до безпечного рівня: з 70,3 млрд грн (2,95 % ВВП) на кінець 2016 р. до граничного обсягу дефіциту державного бюджету на кінець 2017 р. на рівні 47,9 млрд грн або 1,7 % ВВП (за попередніми даними).

Граничний обсяг дефіциту Державного бюджету України на 2018 р. передбачено у сумі 80,65 млрд грн або 2,4 % ВВП. Потреба в додаткових залученнях на покриття дефіциту державного бюджету, обумовлена, зокрема:

- *необхідністю збільшення рівня видатків на національну безпеку та оборону* (заплановано 171 млрд грн по загальному фонду); збільшення *соціально спрямованих видатків як найбільш ризикових* (субвенції з державного бюджету місцевим бюджетам з метою надання пільг та житлових субсидій населенню у 2018 р. передбачено 70,99 млрд грн, однак їх обсяги можуть бути значно збільшені); *покриття дефіциту Пенсійного фонду* обсягом в 139,3 млрд грн (у 2018 р. потреби Пенсійного фонду в коштах на фінансування пенсій, а відповідно й додаткової фінансової підтримки з державного бюджету, можуть значно збільшитись з огляду на ініціативу здійснити осучаснення пенсій військовим);

- *невиконанням планів надходжень до Державного бюджету України від приватизації*: у 2017 р. фактичне виконання склало 3,38 млрд грн проти запланованих 17,1 млрд грн. Ймовірність виконання закладених у бюджет на 2018 р. показників обсягом 21,3 млрд грн також є низькою, оскільки заплановану на лютий місяць приватизацію Одеського припортового заводу

¹⁵Бюджетно-боргова політика поглиблення спаду/ Тетяна Богдан спаду/ «Дзеркало тижня. Україна» №14, 15 квітня 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://gazeta.dt.ua/macrolevel/byudzhethno-borgova-politika-pogliblennya-spadu-.html>

(продаж 99,6 % акцій) та Запорізького алюмінієвого комбінату (68 % акцій) Фонд державного майна (ФДМУ) переніс на травень місяць поточного року¹⁶;

- зростанням видатків на виконання Україною міжнародних судових рішень. Законом України «Про Державний бюджет України на 2018 рік» від 07.12.2017 р. № 2246-VIII фінансування Міністерства юстиції України передбачає на «Платежі на виконання рішень закордонних юрисдикційних органів, прийнятих за наслідками розгляду справ проти України» – 0,8 млрд грн.

Довідково. Зокрема, лише на виконання рішення Європейського суду з прав людини у справі «Бурмич та інші проти України» позивачам протягом 3-х місяців мають бути виплачені присуджені їм суми загальним обсягом близько 10 млрд грн, або приблизно 356 млн євро, у тому числі моральна компенсація в розмірі по 2 тис. євро кожному.

У середньостроковій перспективі забезпечення бюджетної збалансованості та стійкості передбачає, зокрема, подальше зниження дефіциту державного бюджету та утримання показників його рівня у межах встановленого граничного обсягу, передбаченого проектом Постанови «Про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 рр.»¹⁷: 2,4 % ВВП у 2018 році; 2,2 % ВВП у 2019 р.; 2 % ВВП у 2020 р.

Отже, висока ймовірність перевищення закладених бюджетом на 2018 р. видатків, а відповідно, показників його дефіциту створюють загрозу посилення боргового тиску.

Невизначеність щодо подальшої співпраці з МФО та ризик згорання програми кредитування МВФ. Особливістю взаємодії України з МФО, насамперед, із МВФ упродовж останніх років стала кореляція між виконанням Урядом передбачених програмами реформ з дотриманням

¹⁶ Фонд держмайна відклав велику приватизацію [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://biz.nv.ua/ukr/economics/fond-derzhmajna-vidklav-veliku-privatizatsiju-2454679.html>

¹⁷ Проект Постанови про Основні напрями бюджетної політики на 2018-2020 рр.[Електронний ресурс]. – Режим доступу: w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62047

узгоджених положень та виділенням фінансових ресурсів відповідно до визначених обсягів й термінів. З огляду на вразливість вітчизняної фінансової сфери до впливу дестабілізуючих чинників та необхідність забезпечення значних боргових виплат в умовах обмеженості власних фінансових ресурсів, Україні вкрай потрібна допомога міжнародних донорів, не дивлячись на те, що такий характер співпраці формує певний елемент політичної залежності.

Зокрема, у рамках схваленої у 2015 р. макрофінансової допомоги ЄС, термін якої закінчився в січні 2018 року, Україна з передбачених 1,8 млрд євро отримала два транші на загальну суму 1,2 млрд євро. *Єврокомісія відмовила в наданні третього траншу обсягом 600 млрд євро, оскільки чотири вимоги залишилися владою країни невиконаними (скасування мораторію на експорт лісу-кругляка до Європейського союзу, запровадження автоматичної системи перевірки електронних декларацій, створення кредитного реєстру в НБУ, який би зафіксував перелік кредитів, та реєстру власності компаній). За словами віце-президента Єврокомісії Валдіса Добровскіса¹⁸, Європейська комісія готова запропонувати Україні новий пакет макрофінансової допомоги в розмірі 1 мільярд євро (двома траншами по 500 млн кожен) попри неповне виконання вимог щодо попередньої програми.*

Значно складніші взаємини склались України з МВФ у процесі виконання Програми розширеного фінансування загальним обсягом 17,5 млрд дол США, у рамках якої впродовж 2017 р. мали надійти транші загальним обсягом 5,5 млрд дол США, проте через невиконання державою низки умов та взятих зобов'язань, до кінця 2017 р. було отримано допомоги лише на суму 1,3 млрд дол США.

До кінця 2018 р. за планом Програми МВФ до України мало б надійти загалом 9 млрд дол США кредиту, проте, за прогнозами НБУ¹⁹ в поточному

¹⁸ Єврокомісія готова надати Україні 1 мільярд євро макрофінансової допомоги – Домбровскіс [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.radiosvoboda.org/a/news/29068291.html>

¹⁹ Інфляційний звіт НБУ за січень 2018 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185

році очікується залучення одного траншу від МВФ у розмірі 2,0 млрд дол США, а також отримання кредитів від ЄС (0,6 млрд дол США) та Світового банку (0,6 млрд дол США).

Таким чином, *на сьогодні актуалізується питання аналізу існуючих проблем взаємодії з Фондом та пошуку шляхів їх подолання задля забезпечення фактичного продовження кредитної програми та можливості подальшої реструктуризації державного боргу.*

Ключовими вимогами з боку МВФ для виділення траншу є наступні:

- *забезпечення принципу ринкового формування тарифів на газопостачання для населення (приведення цін у відповідність до ціни імпорту газу), яке передбачає підвищення ціни до ринково обґрунтованих показників для зниження навантаження на бюджет та недопущення надмірного зростання дефіциту бюджету;*

- *прискорення реформування судової системи і створення антикорупційного суду;*

- *законодавче стимулювання процесу приватизації.* На виконання рекомендацій МВФ, Верховна Рада України 18.01.2018 р. ухвалила у другому читанні та в цілому законопроект №7066 «Про приватизацію державного майна», який вносить зміни у процедуру продажу державних та комунальних підприємств для збільшення її прозорості. Однак масштабний процес приватизації вимагає також прийняття низки підзаконних нормативних актів;

- *стимулювання на законодавчому рівні притоку зовнішніх та внутрішніх інвестицій* через покращення бізнес-клімату, збільшення вітчизняного виробництва товарів із доданою вартістю;

- *продовження реформування енергетичної сфери, що передбачає поетапне приведення цін на енергоносії до ринкового рівня та зменшення залежності від імпортних поставок.* Об'єктивними чинниками підвищення тарифів можуть виступати, на думку експертів²⁰, зокрема: збільшення

²⁰ Подорожчання газу в Україні: політичні мотиви Кабміну та впертість МВФ. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.slovoidilo.ua/.../podorozhchannya-hazu-ukrayini-politychni-motyvy-kab...>

вартості імпортованого вугілля через коливання його цін на зовнішніх ринках; ймовірне запровадження системи стимулюючого тарифоутворення (т. з. RAB-регулювання, яке спричинить зростання тарифів на електроенергію до 20-30 %); запуск ринку газу у роздрібному секторі;

- проведення земельної та медичної реформ; трансформація газотранспортної системи України, у т. ч. управління НАК «Нафтогаз»; підвищення ефективності бюджетно-податкової політики.

Продовження співпраці з МВФ особливої ваги набуває для України з огляду на необхідність здійснення нових запозичень для забезпечення впродовж 2018-2021 рр. пікових виплат за зовнішнім боргом в іноземній валюті, у т. ч. перед Фондом (на сьогодні за обсягами боргу перед МВФ Україна займає друге після Греції місце **із сумою непогашених боргів перед Фондом станом на 31 січня 2018 р. понад 8,5 млрд SDR (грошової одиниці МВФ) або 11,93 млрд дол США (322 млрд грн за поточним курсом), а її виплати Фонду впродовж 2018 р. складуть близько 2,4 млрд дол США, пік яких припаде на травень, серпень та листопад.**

Довідково. На початку лютого поточного року Україна перерахувала МВФ черговий платіж за основною сумою кредиту в рамках програми *stand-by* 2014 р. в сумі **375 млн доларів** та 87 млн дол США (відсотки за цією ж програмою та відсотки за реалізованою на даний час програмою розширеного фінансування *EFF*). 1 березня 2018 р. також Міністерство фінансів України погасило п'ятий купон загальним обсягом виплат в 444,4 млн дол США за єврооблігаціями, випущеними в рамках проведеної Україною в 2015 р. боргової операції з державним та гарантованим державою боргом, а також реструктуризації зовнішніх запозичень Києва, «Укравтодору» та державного підприємства «Конструкторське бюро «Південне» ім. Янгеля» (Дніпро). 2 березня був проведений черговий платіж за програмою *stand-by* на суму близько 114 млн СПЗ або 165 млн дол США.

Припинення фінансування МВФ створить для України загрози, вплив яких полягатиме у:

- недоотриманні залучень фінансових ресурсів, зокрема, від інших міжнародних донорів, оскільки саме думка Фонду є впливовою та важливою для потенційних інвесторів. За таких умов Україна має власним коштом закрити всі пікові виплати зовнішнім кредиторам, насамперед МВФ;

- ускладненні виходу на зовнішні фінансові ринки та розміщення ОЗДП в умовах падіння міжнародних кредитних рейтингів за державними цінними паперами;

- обмеженні приватного кредитування через його ризиковість та зростання вартості таких інвестицій за рахунок необхідності надання окремих гарантій державою чи іншими державами, наслідком чого стане посилення негативного впливу на макроекономічні показники (обмінний курс валют, рівень резервів НБУ, ріст ВВП, стан вітчизняного бізнесу);

- сповільненні необхідних для економічного росту структурних реформ та поглиблення кризи неплатоспроможності.

Таким чином, припинення співпраці з МВФ на сьогодні несе значні ризики наближення України у 2018-2019 рр. до стану неконтрольованого дефолту з усіма наслідками, які з цього факту випливають.

Можна розглядати наступні заходи реагування на критичну ситуацію:

1. Продовження співпраці з МВФ із реалізацією рекомендованих заходів щодо фінансової стабілізації, що дасть можливість отримати впродовж поточного року 3-3,5 млрд дол США допомоги і забезпечить здійснення виплат за зовнішніми запозиченнями та утримання валютного курсу.

2. Розміщення єврооблігацій. Розміщення у вересні минулого року на зовнішньому ринку²¹ 15-річних єврооблігацій в обсязі 3 млрд дол. США вартістю 7,375 % річних засвідчило повернення України на міжнародні фінансові ринки. Міністерство фінансів України і надалі планує активні

²¹ Україна завершила розміщення облігацій зовнішніх державних позик України 2017 року на суму 3 млрд дол. США [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/ukraina-zavershyla-rozmishchennia-oblihatii-zovnishnikh-derzhavnykh-pozyk-ukrainy--roku-na-sumu--mlrd-dol->

операції із ОЗДП, зокрема, у 2018-2020 рр. очікується продовження таких залучень на суму 2,5 млрд дол США; 1,5 млрд дол США та 2,5 млрд дол. США відповідно²².

Зрозуміло, що терміни розміщення та вартість запозичень залежать від успішності співпраці з МВФ. Припинення такої співпраці загрожує можливим закриттям для України зовнішніх ринків.

Зміна монетарної політики Федеральної резервної системи та прогнозне зростанням облікової ставки до 2-2,5 % до кінця 2018 р. може призвести до подорожчання для України зовнішніх кредитних ресурсів та зумовлюватиме зниження інвестиційної привабливості ОЗДП.

3. Створення інструменту контролю за витрачанням запозичених коштів у вигляді відповідного щорічного звіту Міністерства фінансів України та прийняття відповідних законодавчих норм щодо оцінки ефективності їх використання.

4. Розроблення програми реструктуризації зовнішніх боргів зі зміною часового графіка виплат.

5. Створення умов для залучення прямих іноземних інвестицій, зокрема:

- в енергетичний сектор – через формування Урядом спільного узгодженого плану заходів стосовно підвищення української енергетичної незалежності в рамках ухваленого нового закону США щодо санкцій проти Росії. Це дало б можливість в найближчі 2 роки залучити додаткові інвестиції обсягом 2-2,5 млрд дол США²³;

- у розвиток вітчизняної інфраструктури через проект «Шовковий шлях» із залученням з Китаю понад 15 млрд дол США. Великий потенціал

²² Інфляційний звіт НБУ за січень 2018 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185

²³ Прогноз 2018: виклики та можливості [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://uifuture.org/uk/post/analitichniy-prognoz-2018-vid-ekspertiv-ukrainskogo-institutu-majbutnogo-opublikovanij-dokument_567

ресурсів відкриває також розбудова центрів логістики та виробничих баз у межах «Індійсько-Скандинавського» коридору²⁴.

За прогнозами НБУ²⁵ при збереженні наявних зараз умов надходження прямих іноземних інвестицій в Україну зростатимуть на тлі поліпшення інвестиційного клімату до 2,5 млрд дол США у 2018-2019 роках та до 3 млрд дол США у 2020 р.

6. Рефінансування валютних виплат за внутрішніми інструментами. Підвищення дохідності від гривневих ОВДП до 16-16,5 % річних (після підняття НБУ облікової ставки до 16 %) дозволило впродовж кінця січня-середини лютого 2018 р. залучити на внутрішньому ринку від іноземних портфельних інвесторів 7,5 млрд грн. Внаслідок цього зміцніла національна грошова одиниця та поповнились резерви НБУ. Мінфін і надалі, за повідомленнями Міністра фінансів О. Данилюка²⁶, буде планувати такі операції. Однак існує висока ймовірність посилення валютного ризику та різкого обвалу гривні в майбутньому за рахунок масового відтоку ресурсів, інвестованих у державні цінні папери (за умови спрощення правил купівлі валюти та повному знятті обмежень щодо виводу капіталу із країни).

Пошук внутрішніх резервів для вирішення невідкладних завдань боргової політики, зокрема:

- **забезпечення умов для конкурентної повномасштабної прозорої приватизації.** Реальні внутрішні ресурси – це державні підприємства та земля, зокрема державна та комунальна. Прозора приватизація державних підприємств потрібна для підвищення їх ефективності;

²⁴ Також

²⁵ Інфляційний звіт НБУ за січень 2018 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185

²⁶ Частина валютних виплат в 2018–2019 роках Мінфін планує рефінансувати на внутрішньому ринку - Данилюк [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.minfin.gov.ua/news/view/chastynu-valiutnykh-vyplat-v--rokakh-minfin-planuie-refinansuvaty-na-vnutrishnomu-rynku--danyliuk?category=borg>

- **законодавче врегулювання видобутку буритину**, яке дозволить збільшити дохідну частину бюджету за рахунок податкових надходжень, а за рахунок отриманого ЄСВ зменшити дефіцит Пенсійного фонду України;

- **легалізація грального бізнесу та затвердження Ліцензійних умов провадження господарської діяльності з випуску та проведення лотерей**. Законом України «Про Державний бюджет України на 2018 рік», передбачено додаткові надходження у обсязі 1,9 млрд грн внаслідок затвердження Ліцензійних умов провадження господарської діяльності з випуску та проведення лотерей та встановлення розміру плати за видачу ліцензії на провадження господарської діяльності з випуску та проведення лотерей Уряду. Однак відповідна процедура поки що гальмується;

- **проведення заходів щодо залучення заощаджень домогосподарств (коштів населення) як альтернативи зовнішнім кредитам**. Необхідною умовою для цього є відновлення довіри до банківської системи, зокрема, через законодавче гарантування майнового захисту прав вкладників, акціонерів (збільшення суми повернення ФГВФО з 200 тис грн до 400 тис грн). Залучені кошти населення могли б спрямовуватись для активізації розвитку національної економіки (за оцінками, на руках у населення знаходиться 50-100 млрд дол США). Для цього можуть бути використані технології блокчейн;

- **припинення практики капіталізації державних банків та державних підприємств за рахунок боргових інструментів**, оскільки за такими схемами приховується досить часто неконтрольоване витрачання бюджетних коштів. Зокрема, у випадку капіталізації державних банків таким способом, виникає порушення принципу однаковості умов для різних господарюючих суб'єктів у ринкових умовах. Державні банки отримують за рахунок бюджету довгостроковий (до 7 років) безкоштовний ресурс (обслуговування ОВДП здійснюється за рахунок видатків бюджету). У той час, як комерційні банки отримують рефінансування від НБУ на значно коротший період під відсотки, які необхідно сплачувати, а позику – погашати;

- прийняття тимчасового мораторію на кардинальну зміну податкової системи, зокрема скасування податку на прибуток підприємств та введення податку на виведений капітал. У цьому разі різко і негайно в часі зменшується обсяг доходів бюджету, а їх компенсація за рахунок податку на виведений капітал або за рахунок зростання ВВП внаслідок додаткових інвестицій, не є очевидною.

Як форс-мажорний варіант (однак малоприйнятний) може розглядатися здійснення зовнішніх боргових виплат за рахунок частини міжнародних резервів НБУ, валовий обсяг яких на кінець січня 2018 р. становив 18,8 млрд дол США. Водночас необхідно враховувати високу залежність сировинної моделі економіки України від глобальних ринків, зокрема, від цінкових орієнтирів на сировинні ресурси: у випадку падіння цін на сировину це негативно впливатиме на темпи економічного зростання через зменшення валютної виручки від експорту й посилення дефіциту платіжного балансу (за даними НБУ, збільшившись за рік у 2,2 разу, дефіцит платіжного балансу України в січні 2018 р. становив 449 млн дол США проти 202 млн дол США у січні 2017 р.). За таких умов подальше зниження міжнародних резервів без їх поповнення до кінця року за рахунок зовнішніх запозичень може бути критичним.

Отже, Україна отримала чергове випробування кризою неплатоспроможності та зовнішньою залежністю, достойне вирішення якого повинно виходити за межі політичної доцільності та передвиборного популізму й має керуватися здоровим фінансово-економічним прагматизмом та національними інтересами.

Лондар Л.П.
відділ фінансової безпеки
Національний інститут стратегічних досліджень
квітень 2018 р.

Додаток

Таблиця 1

**Динаміка державного та гарантованого державою боргу України
за 2016р.- січень 2018 р.**

Загальна сума державного та гарантованого державою боргу	31.12.2016		31.12.2017		31.01.2018	
	млрд грн	млрд	млрд грн	млрд	млрд грн	млрд
		дол США		дол США		дол США
	1 929,81	584,79	2 141,67	76,31	2 131,85	76,11
Державний борг	1 650,83	480,22	1833,71	65,33	1832,95	65,44
Внутрішній борг	670,65	256,96	753,40	26,84	745,37	26,61
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	668,13	254,05	751,02	26,76	742,99	26,53
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	2,51	2,91	2,38	0,08	2,38	0,08
Зовнішній борг	980,19	223,26	1 080,31	38,49	1 087,58	38,83
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	371,85	61,90	407,47	14,52	413,88	14,78
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	45,65	7,28	49,30	1,76	50,32	1,80
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	517,80	138,91	574,46	20,47	573,26	20,47
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	44,89	15,17	49,08	1,75	50,12	1,79
Гарантований державою борг	278,98	104,57	307,96	10,97	298,90	10,67
Внутрішній борг	19,08	27,13	13,28	0,47	13,29	0,47
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	15,95	21,14	8,95	0,32	8,95	0,32
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	3,13	5,99	4,33	0,15	4,34	0,15
3. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Зовнішній борг	259,89	77,44	294,69	10,50	285,60	10,20
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	190,98	16,23	229,70	8,18	225,71	8,06
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	3,98	1,98	2,74	0,10	2,05	0,07
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	61,96	31,03	59,00	2,10	54,53	1,95
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	0,00	27,20				
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	2,98	1,01	3,26	0,12	3,32	0,12

Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України

**Платежі з обслуговування та погашення
зовнішнього державного та гарантованого боргу
України, млн. дол. США**

*Джерело: Міністерство фінансів України
станом на 15.06.17

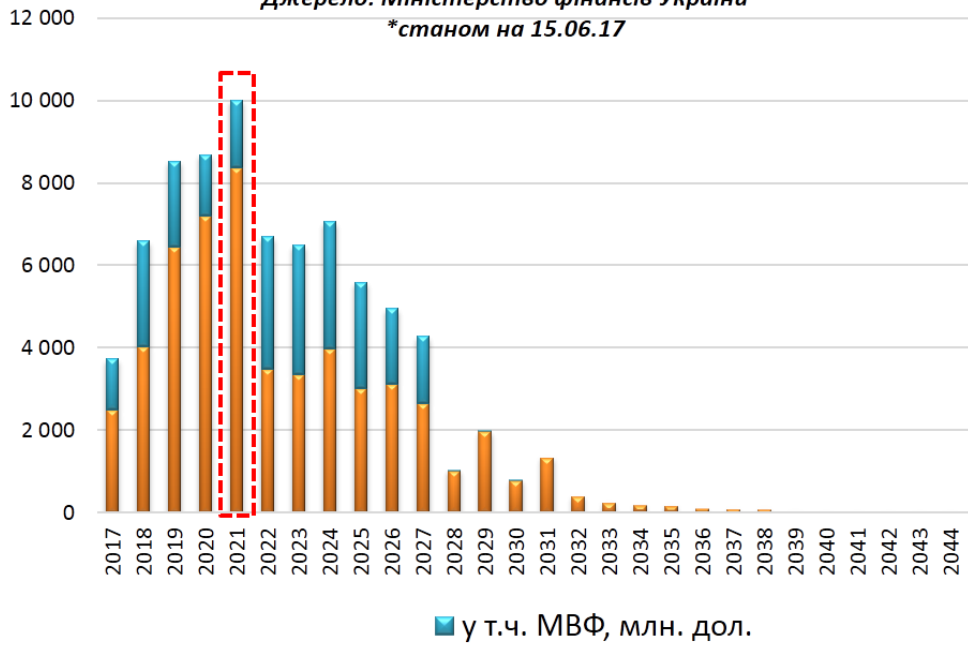


Рис. 1. Графік виплат за зовнішнім боргом