

УДК 336.276

ВОЛИНЕЦЬ О. О., ТИМОШЕНКО Н. М.

Вінницький торговельно-економічний коледж Київського національного торговельно-економічного університету

ІНСТРУМЕНТИ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ НІМЕЧЧИНИ

Досліджено місце фондового ринку в процесі управління державними фінансами. Розглянуто інструменти державних запозичень Німеччини, проаналізовано стан фінансової безпеки країни та виділено основні аспекти, що мають бути враховані в Україні в процесі євроінтеграції.

Ключові слова: фондовий ринок, державні цінні папери, державний борг, дефіцит бюджету, модель управління державним боргом.

VOLINETS O. O., TIMOSHENKO N. M.

Vinnitsia Trade and Economic College of Kyiv National Trade and Economic University

THE TOOLS OF GOVERNMENT BORROWING ON THE STOCK MARKET OF GERMANY

The allocation of government securities in the General system of public debt management, analyzing the experience of the leading countries of the European Union. The stock market is one of the most important components of a modern financial system without the effective functioning of which is impossible to imagine the development of the economic system of any state. An effective financial policy should be based on optimizing financial resources of the state and their productive use. An example would be the experience of leading countries of the world, most of which are the financial rules providing for permanent constraint budget parameters. The largest in Europe in terms of bond debt and the third after USA and Japan's national market in the world is the bond market of Germany. Its characteristic peculiarity lies in the fact that it is the least represented other types of debt (bonds of industrial firms and banks). The German experience should be taken into account in Ukraine in terms of borrowing instruments on the government securities market.

Keywords: stock market, government securities, public debt, budget deficit, model of public debt management.

Постановка проблеми. В Україні бюджетний дефіцит набув хронічного характеру та спричинив погіршення стабільності державних фінансів, що впливає на скорочення обсягу заощаджень фізичних і юридичних осіб у загальнонаціональному масштабі, яке обумовлює зростання відсоткової ставки та зменшення доступу приватного сектора до кредитних ресурсів. Наслідком цього є підвищення обмінного курсу національної валюти, що спричиняє зменшення експорту і збільшення імпорту, зростає рівень інфляції. Такий стан зумовлює дефіцит платіжного балансу, а довгостроковим ефектом є спад інвестиційної діяльності та скорочення іноземних інвестицій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням питань управління державним боргом присвячені праці таких вчених, як Дж. М. Кейнса, Г. Копіца, Дж. Кремера, Р. Манделли М. Петрі, Дж. Тейлора, К. Сімса, О.І. Барановського, І.Ф. Бінька, О.Д. Василика, З.С. Варналія, К.С. Горячева, О.В. Герасименко. Однак, враховуючи те, що зміни на фінансових ринках відбуваються дуже швидко, існує необхідність дослідження особливостей діяльності європейської держави на борговому ринках в сучасних умовах та виявлення аспектів для врахування в державній політиці управління бюджетним дефіцитом України.

Виклад основного матеріалу. У розвинених країнах більша частина державної заборгованості втілена в державних цінних паперах. Основна їх частина розміщена на внутрішньому ринку, оскільки зовнішні запозичення супроводжуються значними валютними ризиками. Слід зауважити, що зарубіжні ринки державних цінних паперів представлені досить широким спектром боргових інструментів, що задовольняють потреби різних категорій інвесторів.

Фондовий ринок є однією з найважливіших складових сучасної фінансової системи, без ефективного функціонування якої неможливо собі уявити розвиток економічної системи будь-якої держави. Як свідчить досвід, він є серцевиною економічних відносин, оскільки забезпечує вільне переміщення капіталу між різними секторами економіки, сприяє її структуризації, дозволяє диверсифікувати джерела залучення ресурсів, розширити доступ до капіталу країн із різним рівнем економічного розвитку, підвищити можливість одержання фінансування компаніями, трансформувати кредитний портфель домогосподарств.

Диспропорційність вітчизняного фондового ринку проявляється в посиленні боргової складової. Враховуючи циклічність розвитку економіки України та посткризовий стан найбільшу вагу в динаміці біржових торгів цінними паперами мають державні облигації України.

Економічна теорія виділяє такі цілі випуску державних облигацій: фінансування поточного дефіциту бюджету; погашення розміщених раніше позик; зменшення коливань у процесі надходжень податкових платежів до бюджету (ліквідації касових розривів); забезпечення комерційних банків та інших фінансових структур ліквідними і надійними вторинними резервними активами; фінансування місцевих програм і капіталомістких проектів; вирішення певних загальнонаціональних або загальнодержавних завдань за

допомогою випуску боргових зобов'язань (за умови відповідних державних гарантій).

Ефективна фінансова політика повинна базуватися на оптимізації фінансових ресурсів держави та їх продуктивному використанні. Прикладом може стати досвід провідних країн світу, у більшості з яких діють фінансові правила, що передбачають незмінні обмеження бюджетних параметрів. Так, зокрема у Великобританії, застосовують «золоте правило», згідно з яким протягом економічного циклу уряд здійснює запозичення виключно на інвестиційні цілі, а не для фінансування поточних видатків, а також «правило стійкості інвестицій», відповідно до якого відношення чистої величини державного боргу до ВВП протягом економічного циклу має бути стабільним та обумовленим. Натомість, в Японії та Нідерландах часто використовують правило державних фінансів, яке передбачає збалансованість поточних бюджетних доходів і видатків, що на наш погляд, є актуальним і для України. Окрім того, в умовах поглиблення глобальної економічної рецесії, політика держави має орієнтуватися на всебічну підтримку вітчизняного товаровиробника, забезпечення стабільності.

Не зважаючи на неоднозначні оцінки щодо оптимального способу фінансування бюджетного дефіциту та наслідків державного боргу, державні запозичення залишаються одним з найпоширеніших інструментів фінансування видатків держави. Тому постійне зростання обсягів боргів характерне практично для всіх країн світу. За умов активізації фінансових криз, каталізатором яких нерідко є так званий борговий чинник, велику увагу почали приділяти забезпеченню здійснення ефективної боргової політики. Усвідомлення ризиковості розгортання різних фінансових пірамід, зростання загрози інтенсивності дефолтів, збільшення масштабів руйнівних наслідків необачної боргової політики спонукало розвинуті країни активізувати зусилля, спрямовані на вдосконалення управління державним боргом.

У формуванні державного боргу розвинутих країн велика роль належить придбанню державних цінних паперів цих країн нерезидентами. Ці папери характеризуються найвищою надійністю і ліквідністю. Їх застосовують як об'єкти довготермінових інвестицій коштів державних валютних резервів, страхових компаній і пенсійних фондів.

У розвинутих зарубіжних країнах не існує єдиної (уніфікованої) моделі управління державним боргом. Виокремлюють три основні моделі інституційного забезпечення управління державним боргом:

1. Банківська модель — центральний банк країни здійснює управління державним боргом.
2. Урядова модель — управління державним боргом здійснює певна урядова структура (Міністерство фінансів, Державне казначейство та ін.).
3. Агентська модель — окрема структура (агентство) вибирає найоптимальніші методи управління державним боргом.

Найпоширеніша серед розвинутих країн агентська модель управління державним боргом. Її застосовують в Австрії, Бельгії, Фінляндії, Франції, Греції, Нідерландах, Ірландії, Латвії, Німеччині, Португалії, Словаччині, Швеції, Угорщині, Великій Британії, тобто в більшості країн-членів Європейського Союзу.

В різних країнах сфера повноважень агентств відрізняється. Агентства підпорядковуються переважно міністерству фінансів (казначейству) і покликані виконувати від його імені та за його дорученням операції з випуску, обслуговування та погашення державних цінних паперів. Структура таких агентств побудована за принципом корпоративної моделі управління, а їхній персонал працює на фахових засадах і не входить до складу державної служби. Окрема роль у питаннях контролю за борговими операціями належить вищим аудиторським установам, котрі здійснюють аудит звітності і діяльності органів управління державним боргом.

Урядову модель використовують в Чехії, Естонії, Іспанії, Литві, Люксембурзі, Польщі, Словенії, Італії. Банківська модель найбільше підлягає критиці й застосовується лише на Кіпрі, Мальті й в Данії [1].

Найбільшим в Європі за обсягом облігаційної заборгованості і третім після США і Японії національним ринком в світі є ринок облігацій Німеччини. Його характерна особливість полягає в тому, що на ньому в меншій мірі представлені інші види боргових зобов'язань (облігації промислових фірм і банків). Офіційним позичальником в Німеччині виступає Федеративна Республіка Німеччина, а емітентом (безпосереднім позичальником) — федеральний уряд. Випуском облігацій також займаються Єдиний Фонд Німеччини, Казначейство Німеччини, залізниця, пошта і Німецький Федеративний банк (Бундесбанк) [2, с. 127].

Для отримання кредитного фінансування свого бюджету, федеральний уряд в даний час випускає шість видів цінних паперів (державні облігації, облігації федеральної позики, федеральні білети державної скарбниці, казначейські дисконтні, прив'язані до інфляції державні облігації і прив'язані до інфляції облігації федеральної позики), що випускаються на аукціоні.

Бунди (так звані державні облігації) з фіксованим доходом цінні папери, які видаються в Федеративній Республіці Німеччині в якості державних облігацій з терміном від 10 до 30 років. Вони оснащені фіксованою річної процентної ставки. Купівля державних облігацій, як правило, можливо для когось. Мінімальної або максимальної суми інвестицій не існує. Купівля державних облігацій можлива у всіх банках і фінансових установах, а також на обмін Бунди можна придбати в будь-який час. Крім того, федеральні облігації можуть бути продані на фондовому ринку кожного дня.

Бунди вважаються безпечними інвестиціями, оскільки гарантовані державними активами і податковими надходженнями. Німецькі цінні папери є одними з найбезпечніших інструментів на ринку. Але, бунди також не захищені від криз. Хоча обвалу, а саме національного банкрутства, в таких країнах, як Німеччина, навряд чи бути, але експерти застерігають про системи з дуже тривалими термінами погашення (30 років). У зв'язку зі зміною структури населення, частка населення працездатного віку під 50% може впасти в майбутньому. Отже, менше людей може обслуговувати борг. І навіть якщо збільшення доходу становить лише один відсоток, за 30 років облігації втратять 14% своєї вартості.

Випуск цінних паперів Федерації передбачається в щорічному огляді ключових планових показників випусків на календарний рік. Річні перспективи конкретизуються відповідними квартальними оглядами, де приймаються до уваги майбутні короткострокові зміни ситуації на ринку капіталу.

Річний перспективний план та квартальні календарі публікуються агентством по фінансуванню, та є дає учасникам ринку основу для своїх інвестиційних рішень.

Прив'язані до інфляції державні облігації – це емітовані урядом боргові цінні папери, в яких купонні платежі та відсотки прив'язані до інфляції, що виражена у формі спеціального цінового індексу (наприклад, індексу споживчих цін). Такі прив'язані до інфляції облігації захищають інвесторів від інфляційного ризику тим, що гарантують фіксовану реальну доходність. Вони є протилежними до умовних номінальних облігацій, в яких залишаються фіксованими потоки платежів в номінальному виразі, але реальна доходність змінюється з інфляцією. В той час, як ідея прив'язати потік платежів від таких цінних паперів до інфляції є досить старою, реально цей ринок виник в 1981 році у Великобританії і почав розвиватися порівняно нещодавно. Цей метод почали використовувати Канада (1991), Швеція (1994), США (1997), Франція (1998), Італія (2003), Японія (2004) та Німеччина (2006). Їх випуск є досить поширеним і охоплює всі найбільш розвинені країни. Як наслідок, такі облігації утворили окремий клас цінних паперів. Прив'язані до інфляції, федеральні цінні папери є невід'ємною частиною питань стратегічного планування Німеччини. У 2016 році вони будуть випускатися кожного місяця крім серпня і грудня [3].

Євро державні облігації або єврооблігації називаються облігації, випущені країнами в зоні євро, тобто з країн, де валюта євро є офіційною валютою. Вважається, що євро державні облігації – досить безпечна інвестиція, тому що немає жодного валютного ризику – євро облігації випускаються тільки в євро.

Переваги євро державних облігацій полягають у хорошому кредитному рейтингу відповідних країн. Крім того, вони є безпечною формою інвестицій в основному тому, що валютний ризик виключений. Проте, є недолік ризиків зміни процентних ставок у продажу євро державних облігацій до погашення.

Валютні облігації, також відомі як в іноземній валюті облігації з фіксованою процентною ставкою облігації, що не котируються в євро. Всі види облігацій можуть бути випущені в різних валютах. Як обмінні курси можуть змінюватися, валютний ризик у цих системах обов'язково повинні бути прийняті до уваги. У порівнянні з облігаціями в валютні облігації в євро мають додатковий ризик обмінного курсу. Навіть покупка валютних облігацій розраховується за поточним обмінним курсом. Після покупки іноземної валюти за поточним обмінним курсом, поточний купон і номінальна вартість облігації в євро повинен бути змінений назад.

Переваги валютних облігацій полягають в підвищенні курсу відповідної іноземної валюти по відношенню до євро. Крім того, переваги, можуть бути використані в інших валютах. Більш високі проценти даються за кордоном, може також являти собою буфер втрат, при потенційній девальвації іноземної валюти по відношенню до євро. Крім того, існує також на валютних облігаціях певний процентний ризик – це ризик підвищення процентних ставок і, отже, падіння цін на облігації – раніше.

Федеральний уряд має намір фінансування федерального бюджету і його спеціального фонду в 2016 випускаючи федеральні цінні папери в обсязі від 202500000000 €, з яких 154 млрд € на ринку капіталу і 48500000000 € грошовий ринок. Крім того, випуски, прив'язані до інфляції федеральних цінних паперів заплановані номінальною вартістю від 8 млрд до € 12 млрд євро. Боргову політику держави характеризують показники фінансової безпеки держави (рис. 1)

Згідно даних про відношення державного боргу та дефіциту Німеччини до ВВП можна робити висновок про ефективну систему управління боргом бюджету, що в повній мірі дотримується вимог фіскальної політики на європейському та національному рівні та вносить істотний внесок у стабільність Європи.

Необхідність реформування правил обмеження рівня дефіциту бюджету в Німеччині було усвідомлено, коли протягом п'ятих років поспіль – з 2002 по 2006 р. рівень дефіциту бюджету перевищував рівень державних інвестицій, а рівень боргу сектору загальнодержавного управління починаючи з початку 1970 – х років в зріс 4 рази, склавши у 2009 році 72,4% ВВП.

В липні 2009 року з метою забезпечення стабільності державних фінансів в Конституцію Німеччини були внесені зміни, що визначають фіскальну політику. Нове бюджетне правило передбачає встановлення максимального розміру структурного дефіциту бюджету на рівні 0,35% ВВП та збалансованість структурних бюджетів земель. Циклічний дефіцит бюджету визначається за методикою Європейської комісії. У випадку якщо рівень фактичного структурного дефіциту бюджету федерального уряду є вищий за 0,35% ВВП, ця різниця, скоригована на похибку відхилення фактичного ВВП від запланованого, обліковується

накопичувальним підсумком на умовному контрольному рахунку. Якщо дебетове сальдо контрольного рахунку перевищить 1,5 % ВВП, уряд зобов'язаний ліквідувати протягом періоду економічного зростання (щоб не відбулося про циклічного впливу) це відхилення [4].

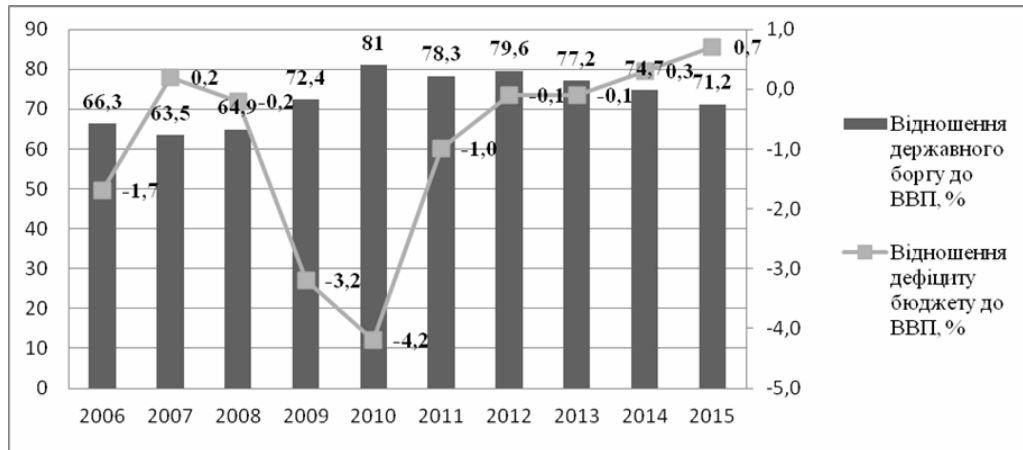


Рис. 1. Показники фінансової безпеки Німеччини 2006–2015 роки

Зазначене фіскальне правило на рівні федерального бюджету повністю вступило в силу починаючи з 2016 року, а з 2010 по 2015 років федеральний уряд зобов'язувався щорічно зменшувати структурний дефіцит бюджету на 0,02% ВВП. Крім обмеження структурного дефіциту бюджету федерального рівня, починаючи з 2020 року передбачено також перехід до збалансованого структурного бюджету Земель. Для Земель також встановлений перехідний період – з 2015 по 2019 р. рівень структурного дефіциту їх бюджетів не повинен перевищувати 0,015% ВВП.

У випадку виникнення відхилень від нормального стану обумовлених дією економічних циклів, їх вплив на бюджет повинен компенсуватися за рахунок симетричного збалансування періодів економічного буму та депресії. Відхилення фактичних обсягів запозичень від граничних, дане перевищення, обліковується на контрольному рахунку. У випадку перевищення дебетового сальдо 1,5 % від ВВП, цей рівень повинен бути зменшений протягом економічного циклу. Особливості, зокрема, збалансування доходів та видатків з допомогою фінансових операцій, процедура визначення щорічного граничного обсягу чистих запозичень, пов'язаних з циклічністю економіки керуючись процедурою вирівнювання економічних циклів, а також контроль та перезатвердження фактичних обсягів запозичень, що перевищують граничний обсяг визначаються федеральним законодавством. У випадку природних катастроф або надзвичайних форс-мажорних подій, які мають значний негативний вплив на державні фінанси, граничний обсяг запозичень може бути збільшений рішенням більшості Палати Представників (Бундестагу). Таке рішення доповнюється рішенням щодо плану з відновлення негативних наслідків від перевищення гранично допустимих рівнів структурного дефіциту бюджету протягом визначеного періоду. За дотриманням нового бюджетного правила законодавством хоча й не передбачені санкції, однак новостворена Рада стабільності здійснює моніторинг та раннє виявлення загроз сталості державних фінансів [5].

Висновки. Для України в нинішньому становищі важливим є врахування досвіду країн з розвинутою економікою з метою уникнення катастрофічних наслідків боргової залежності. Зокрема, нашими рекомендаціями мають стати збільшення інструментів ринку державних цінних паперів; розширення кола інвесторів в державні цінні папери; визначити чіткі цілі, для яких залучаються кошти; підготовка та заохочення професіоналів, які будуть здійснювати компетентний контроль за державними запозиченнями.

Література

1. Макар О. П. Світовий досвід управління державним боргом та перспективи його застосування в Україні [Електронний ресурс] / О. П. Макар // Ефективна економіка – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2435>.
2. Боринець С.Я. Особенности организации рынков государственных ценных бумаг в странах европейского союза / С.Я. Боринець, Л.В. Могилко // Экономика и управление. – 2011. – № 4. – С. 127–132.
3. Інфляційні очікування : значення та вимірювання [Електронний ресурс] / Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Ярослава Сучок // Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. Німецька консультативна група. – 2008. – Режим доступу : http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2008/pp_02_2008_ur.pdf.
4. Vorrang für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte [Електронний ресурс] // Mitteilung für die Presse. – Wiesbaden. – 8. – Режим доступу : www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de.

5. The debt brake in Germany – key aspects and implementation [Електронний ресурс] // DEUTSCHE BUNDESBANK. – Режим доступу :
https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/2011/2011_10_debt_brake_germany.pdf?__blob=publicationFile.

Надійшла 23.02.2017; рецензент: к. е. н. Демченко О. П.