

# ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ІНСТРУМЕНТ БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

Бондарчук Аліна Василівна

**Проаналізовано світові тенденції та сучасну динаміку розвитку механізму державних цінних паперів. Розглянуто стратегію оптимізації боргової політики у країнах Європейського Союзу.**

**Ключові слова:** державні боргові цінні папери, боргова політика, країни-емітенти, стратегія оптимізації державного боргу.

Експерти МВФ відзначають, що світова економічна кон'юнктура у 2013 р. залишалася все ще несприятливою, а поліпшення фінансових умов може підтримуватися лише за рахунок подальших політичних заходів, які усувають базові ризики для стабільності і сприяють відновленню економіки. За цих умов для державної політики багатьох країн світу актуалізуються завдання додаткового оздоровлення балансів фінансового сектору, зокрема поступового зменшення заборгованості. Водночас зростаючі потреби у стимулюванні економічного зростання в умовах обмежених фінансових можливостей державного сектору потребують визначення напрямів та механізмів формування зваженої боргової політики. Динаміка й тенденції її розвитку засвідчують, що ключову роль у формуванні джерел запозичених коштів відіграють цінні папери. Отже, дослідження ролі та перспектив емісії державних цінних паперів у контексті реалізації боргової політики є актуальним завданням.

Світовий досвід емісії та обігу державних цінних паперів в умовах зваженої боргової політики розглядався у працях вітчизняних і зарубіжних учених. Особливості регулювання та функціонування ринку державних цінних паперів у розвинених країнах висвітлено у працях Р. В. Рак. Вагомий внесок у дослідження питання вдосконалення структури державних запозичень як складника управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, здійснив С. Л. Лондар. Умови здійснення суверенних запозичень на міжнародних фінансових ринках розглянуто у працях Я. Б. Базилюк. Водночас імплементація до-

свіду оптимізації боргової політики розвинених країн в умовах вітчизняного середовища має вирішальне значення для національної економіки, що зумовлює необхідність подальших досліджень у даному напрямі.

**Метою даної статті** є систематизація сучасних світових тенденцій розвитку державних цінних паперів та досвіду превентивних заходів задля зниження ризиків у борговій політиці.

Дослідження тенденцій та сучасних процесів розвитку державних цінних паперів у країнах – найбільших емітентах дало можливість зробити низку висновків, зокрема:

– *істотну концентрацію державного сектору лише кількох країн у загальному обсязі державних цінних паперів.* Так, за даними 2012 р., майже 90 % державних боргових цінних паперів від загального обсягу державних цінних паперів в обігу припадає всього на сім держав (рис. 1). Найбільшими емітентами є США – 13743,9 млрд дол., Японія – 12021,4 млрд дол., Велика Британія – 2242,6 млрд дол., Італія – 2158,89 млрд дол., Франція – 2025,9 млрд дол., Німеччина – 2156,6 млрд дол., а також Іспанія – 923,9 млрд дол. США;

– *підвищення емісії державних цінних паперів у період 2009–2012 рр. у низці розвинених країн світу.* Зокрема, в Японії, за три роки цей показник зріс на 3504,3 млрд дол., у США – на 3493 млрд дол., у Великій Британії – на 856 млрд дол. (рис. 2).

– *збереження вагової державної частки серед національних емітентів країн-лідерів.* Державні цінні папери є головним інструментом державних запозичень, які дають змогу

Стратегічні пріоритети, №4 (29), 2013 р.

залучати значні фінансові ресурси на прийнятних умовах. Вони стають дієвим інструментом, що не лише допомагає покрити касові розриви та фінансувати дефіцит державного бюджету, а й значною мірою впливає на інвестиційні процеси в країні;

– *суттєву орієнтованість урядів на здійснення запозичень*. Так, частка зобов'язань у державних боргових цінних паперах зростає (рис. 3), а в окремих країнах світу перевищує 50 % (у 2012 р. в Італії – 56,42 %, в Японії – 74,65 %);

– *нагромадження обсягу державних цінних паперів до ВВП на тлі збільшення державного боргу*. Так, загальні обсяги боргового навантаження суверенного сектору розвинених країн світу демонструють тенденцію зростання (рис. 4). Зокрема, обсяги державних цінних паперів у 2012 р. відносно аналогічного показника 2011 р. зросли у США – на 811,8 млрд дол., у Японії – на 469,8 млрд дол., Великій Британії – на 202,8 млрд дол., Франції – на 115,5 млрд дол., Італії – на 81,1 млрд дол., Німеччині – на 77,3 млрд дол., Австралії – на 76,5 млрд дол., Іспанії – на 52,7 млрд дол. США.

Співвідношення державних цінних паперів в обігу до ВВП у 2012 р. порівняно з аналогічним показником 2011 р. у світі зросло на 1,9 %, зокрема, Італії – на 12,6 %, Іспанії – 9,4 %, Франції – 8,9 %, Великій Британії – 8 %, Німеччині – 5,8 %, Японії – 5,7 %, Австралії – 3,9 %, США – 1,8 % (див. рис. 4).

Аналіз ринку державних цінних паперів Єврозони засвідчує, що відповідно до умов Пакту стабільності та зростання держави зобов'язані забезпечити рівень заборгованості

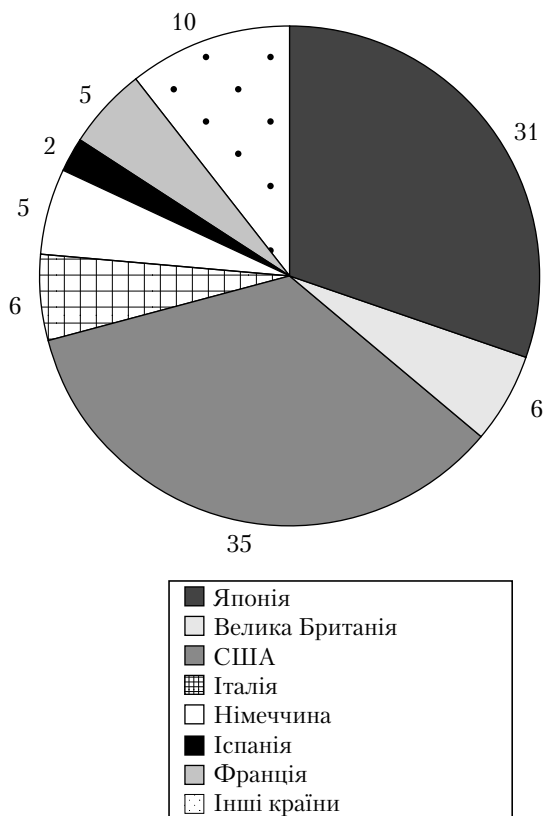


Рис. 1. Частка державних боргових цінних паперів від загального обсягу державних цінних паперів в обігу, % [1]

не вище 60,0 % їх валового внутрішнього продукту. Проте у 2011 р. тенденція зростання рівня боргу уряду ЄС продовжилася, при цьому структура боргу порівняно з 2010 р. залишилася незмінною. Загалом за період 2010–2011 рр. державний борг демонструє

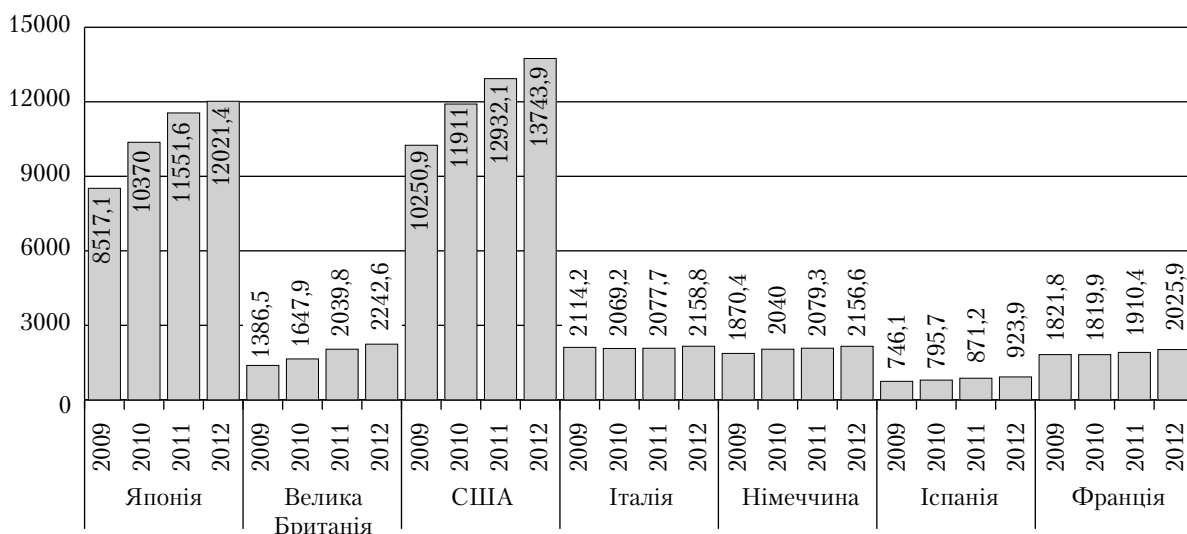


Рис. 2. Обсяги випуску державних непогашених цінних паперів окремих країн світу, млрд дол. США [1]

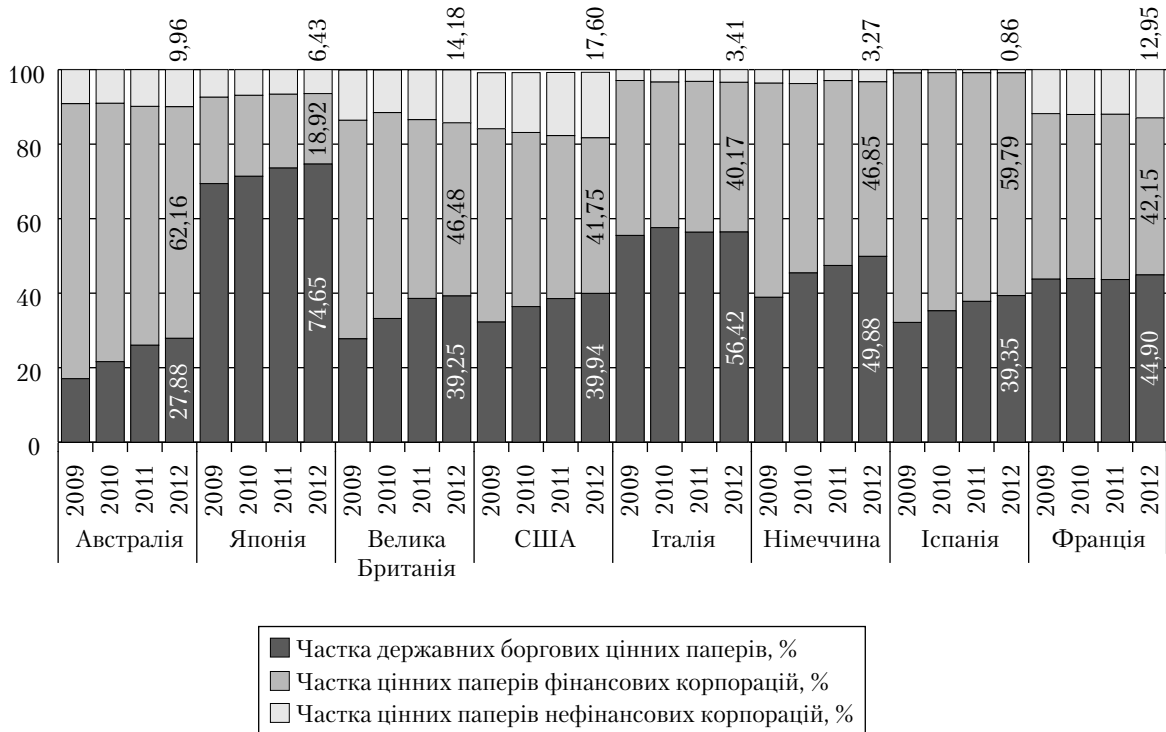


Рис. 3. Структура непогашених цінних паперів окремих країн світу за емітентами, % [1]

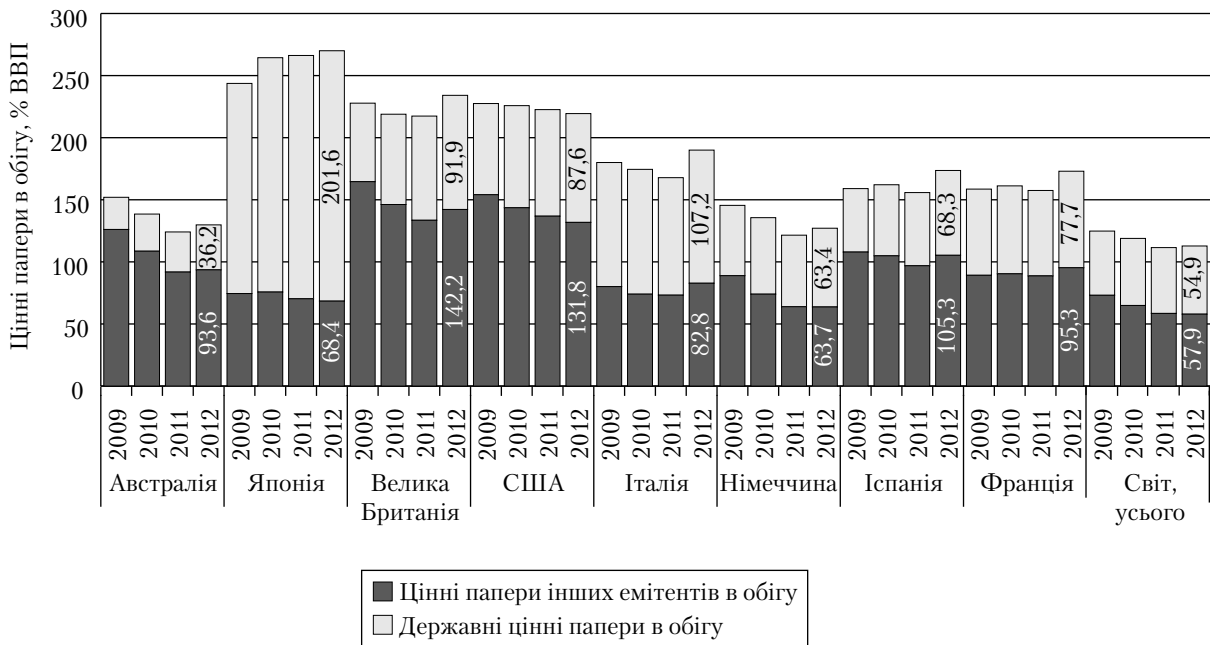


Рис. 4. Цінні папери в обігу, % до ВВП [1]

тенденцію зростання в 21 країні ЄС. Водночас Латвія, Німеччина, Швеція, Люксембург, Угорщина та Естонія у 2011 р. знизили його рівень. У 14 із 27 країн-членів ЄС спостерігається перевищення співвідношення боргу до ВВП. Найвищий коефіцієнт боргу – 165,3 % – було зафіксовано в Греції, Італії (120,1 %).

Найнижче співвідношення боргу до ВВП спостерігалось в Естонії – 6,0 %.

За методологією Євростату сектор державного управління включає чотири підгалузі: Центральний уряд; органи державної влади; місцеве самоврядування; фонди соціального забезпечення. У більшості країн (24 з 25 республік) державні цінні папери є стратегічними пріоритетами, №4 (29), 2013 р.

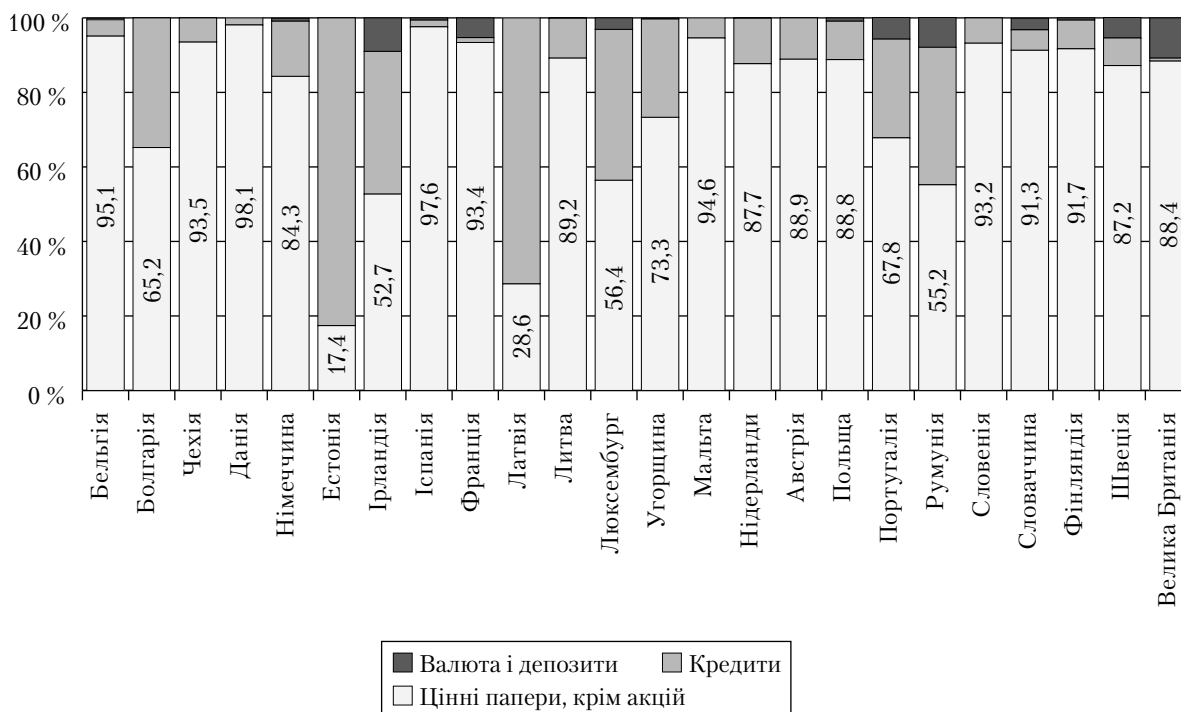


Рис. 5. Структура боргу Центрального уряду країн ЄС за інструментами у 2011 р. [2]

понтентів) понад 63 % неконсолідованого боргу сектору загальнодержавного управління становив борг Центрального уряду. Дещо відмінна ситуація спостерігається в Естонії, де частка боргів місцевих органів влади перевищила 52 %. Крім того, інші важливі співвідношення державного та місцевого боргу до сукупного боргу були зареєстровані в Німеччині (36,9 %), Іспанії (21,5 %), Швеції (17,0 %) і Данії (15,6 %). Фонди соціального забезпечення мають незначний вплив на рівень боргу сектору загальнодержавного управління: у 23 країнах зафіксовані вклади менше 4 %. Більш високі коефіцієнти фондів соціального забезпечення представили Франція (11,8 %) і Литва (16,2 %).

Відповідно до класифікації Євростату борг розподіляється таким чином: валюта і депозити; цінні папери, крім акцій, за винятком похідних фінансових інструментів, а також кредити. Структура боргу за фінансовими інструментами представлена на рис. 5.

Для 22 із 24 проаналізованих країн-членів ЄС цінні папери, крім акцій, є найбільш переважаючим видом боргового зобов'язання: від 52,47 до 98,1 % боргу Центрального уряду в 2011 р. було профінансовано за рахунок випуску цінних паперів. У Латвії 71,4 % загальної суми заборгованості припадає на кредити, в Естонії цей показник сягає 82,6 %. У Люксембурзі, Румунії, Болгарії, Ірландії та Португалії частка кредитів становить від 26,5 до 40,5 %

загальної суми заборгованості. Частка валюти і депозитів у 24 країнах є доволі незначною, з показником менше 6 % загальної суми заборгованості. Проте в Румунії, Ірландії та Великій Британії вона становить від 8,0 до 10,8 %.

Структура боргу місцевих урядів країн ЄС за фінансовими інструментами представлена на рис. 6. Для 24 проаналізованих країн-членів ЄС найбільш переважаючим видом боргового зобов'язання на місцевому рівні є кредити: від 53,8 % в Угорщині (де 46,2 % боргу на місцевому рівні в 2011 р. було профінансовано за рахунок випуску цінних паперів) до 100 % у низці країн (Ірландія, Латвія, Литва, Люксембург, Мальта, Словенія). Фінансування боргу місцевих урядів за рахунок валюти і депозитів з 24 країн спостерігається лише в Данії (11,6 % у 2011 р.).

Власниками боргових зобов'язань стають нефінансові резиденти (домашні господарства, некомерційні установи, що обслуговують домашні господарства, і нефінансові корпорації); фінансові резиденти (фінансові корпорації); нерезиденти (решта).

За даними Євростату, частка боргу нерезидентів становила понад 31,5 % загального державного боргу в 21 державах-членах ЄС. Крім того, у 12 країнах, зокрема Фінляндії, Латвії, Австрії, Литві, Португалії, Словенії, Угорщині, Ірландії, Франції, Нідерландах, Німеччині та Бельгії цей показник сягнув вище 50 %. Незначною є частка боргу нерезидентів

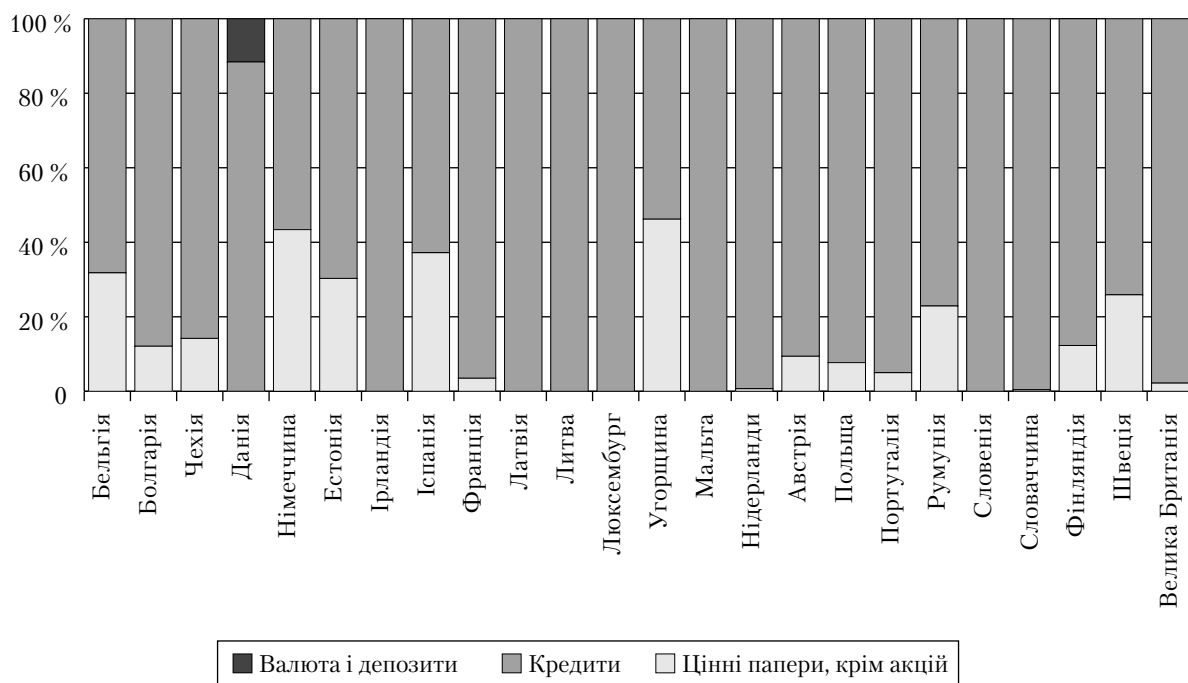


Рис. 6. Структура боргу місцевих урядів країн ЄС за інструментами у 2011 р. [2]

у Люксембурзі (менше 2 %) та Мальті (менше 5 %). Водночас частка боргу фінансових резидентів відіграє істотну роль у Люксембурзі, Мальті, Румунії та Чехії, становлячи від 61,8 до 98 %. Частка боргу резидентів нефінансового сектору значна на Мальті (понад 30 %), в Італії (15,9 %) та Німеччині (10,8 %).

Заборгованість на довгостроковій основі в державах-членах ЄС переважає і становить від 74,6 до 98,9 % загального боргу. Короткостроковий борг на рівні менше 5 % було зареєстровано в Естонії, Словенії, Польщі, Болгарії, Австрії та Словаччині. Тільки Швеція та Румунія представили значний короткостроковий борг (понад 23 %).

При цьому понад 68 % своїх державних боргових зобов'язань 20 держав-членів ЄС випустили у національній валюті, а Велика Британія, Фінляндія, Люксембург і Бельгія представили 100,0 % коефіцієнт заборгованості, випущеної в національній валюті. Значний відсоток (понад 96 %) також спостерігається у Нідерландах, Німеччині, Австрії, Іспанії, Словаччині, Словенії, Італії, Естонії, Франції та Мальті. Навпаки, в Литві коефіцієнт заборгованості в іноземній валюті становить 91,1 %, далі йдуть Латвія (77,0 %) та Болгарія (71,9 %).

Європейський Союз реалізує послідовну стратегію оптимізації боргової політики, засновану на таких блоках [4].

*По-перше*, за координації Європейської Комісії та Єврогрупи міністри фінансів країн

Євросони здійснюють суттєві корективи щодо консолідації національних бюджетів та підвищення конкурентоспроможності економік, що має вирішальне значення для сталого зростання країн ЄС.

*По-друге*, для забезпечення сталості заходів регулювання дисбалансів сфери державних фінансів Єврокомісією введено нові правила економічної політики для зміцнення основ економічного і валютного союзу. У зв'язку з цим країни ЄС нині знаходяться в кращому становищі для виявлення та усунення економічних диспропорцій, зокрема: надмірного зростання обсягів кредитування і зростання цін на житло, що призвели до кризових явищ у деяких країнах. Крім того, 25 країн ЄС підписали фіскальний договір, що зобов'язує їх активно координувати бюджетну політику й підтримувати структурну збалансованість бюджетів.

*По-третє*, Європейський центральний банк ухвалив низку успішних заходів щодо усунення фрагментації фінансових ринків. Зокрема, рішення Банку про здійснення закупівель на вторинному ринку державних облігацій з урахуванням програми макроекономічного коригування, що передбачає жорсткий набір умов, зробило значний внесок у відновлення довіри до ринку.

*По-четверте*, в Європейському Союзі створено ефективний фінансовий блокатор, що може застосовуватися для надання підтримки країнам, що зазнають значного тиску з боку

Стратегічні пріоритети, №4 (29), 2013 р.

ринку. Європейський фонд фінансової стабільності (ЄФФС) та Європейський механізм стабільності (ЄМС) є фондами, створеними для боротьби з борговою кризою країн Єврозони, в розпорядженні яких знаходиться 700 млрд євро. У співпраці з МВФ ці фонди надають умовні кредити країнам-членам ЄС для сприяння швидкому усуненню дисбалансів боргової політики та поверненню в стан економічної рівноваги. Нині Ірландія, Португалія та Греція отримують фінансування від цих фондів у зв'язку з упровадженням низки реформ для підвищення конкурентоспроможності та стабілізації державних фінансів, тоді як Іспанія отримала фінансову допомогу для рекапіталізації своїх банків. Кіпр теж налаштований на отримання значної фінансової допомоги від ЄМС з метою переведення національної економіки на шлях сталого розвитку.

З метою досягнення цілей оптимізації боргової політики в країнах Європейського Союзу запроваджуються такі заходи [3; 4].

– Гнучкий підхід щодо вибору джерел фінансування (з точки зору ринків, валют та інструментів фінансування) та термінів випуску боргових інструментів. Гнучкість у виборі елементів фінансування виправдана з урахуванням невизначеності, що зберігається на фінансових ринках, за умови прийняття фінансових рішень на основі оцінки ринкових умов на момент випуску боргових інструментів та очікуваних показників ефективності фінансових ринків.

– Збільшення термінів погашення та балансування боргового портфеля.

– Використання вітчизняних і зарубіжних джерел боргового фінансування на збалансованій основі з метою покриття бюджетного дефіциту. Внутрішній ринок має залишатися основним джерелом рефінансування щодо боргових інструментів з терміном погашення, який наближається. З метою зниження вартості державних цінних паперів на внутрішньому ринку увага має приділятися встановленню базових значень купонів облігацій на рівні, близькому до очікуваних ставок дохідності таких облігацій протягом терміну їх обігу.

– Збільшення термінів погашення боргових інструментів на внутрішньому ринку одночасно з консолідацією та підвищенням дохідності державних цінних паперів.

– Розширення та диверсифікація мережі інвесторів внутрішнього ринку за рахунок збільшення частки іноземних і небанківських інвесторів.

– Підвищення гнучкості структури кредитного портфеля з метою забезпечення активного управління боргом через збільшення

Стратегічні пріоритети, №4 (29), 2013 р.

частки оборотних боргових фінансових інструментів на противагу необоротним.

– Доступ до міжнародних ринків капіталу на гнучкій основі з метою спекулювання на фінансових ринках.

Боргові зобов'язання, що виникають на зовнішніх ринках капіталу, мають спрямовуватися на досягнення таких цілей:

1) фінансування бюджетного дефіциту, а також рефінансування зовнішніх запозичень з термінами погашення, які наближаються;

2) диверсифікація джерел фінансування та мережі інвесторів з метою забезпечення альтернативних джерел фінансування у разі ажіотажу на внутрішньому ринку;

3) збільшення дохідності за облігаціями зовнішньої державної позики з метою зміцнення позицій європейських держав на зовнішніх ринках капіталу;

4) використання кредитних ресурсів, наданих міжнародними фінансовими організаціями на пільгових умовах (знижений рівень відсоткових ставок і триваліші терміни погашення).

У результаті здійснення цих заходів країнам Євросоюзу вдалося покращити свою фінансову ситуацію та відновити національну конкурентоспроможність. Єврокомісією прогнозується, що до кінця 2013 р. у Єврозоні в цілому загальний дефіцит бюджету становитиме менше 3 % ВВП. Своєю чергою, зменшення бюджетних дефіцитів визначає зменшення боргових зобов'язань та розширення можливостей інвестування коштів для економічного зростання.

## Висновки

Попри те, що економіка європейських країн нині перебуває на етапі відновлення, уряди вирішують завдання щодо підвищення ефективності політики управління державним боргом. Найбільш небезпечні ризики майбутнього періоду пов'язані з надмірним рівнем боргу та бюджетного дефіциту. Крім того, це також ризики потенційного зростання виробництва і фінансові збурення, що виникають на цій основі. Здійснення попереджувальних заходів щодо ризиків боргової політики дасть змогу викликати стимулюючий ефект щодо рівня інвестування в короткостроковій перспективі, а також перевести економіку європейських країн на стійку середньострокову траєкторію зростання.

Досвід запозичень розвинених країн на ринку державних цінних паперів може допомогти Україні уникнути прорахунків окремих країн та відіграти важливу роль при розробленні

заходів для імплементації, адаптованих до умов вітчизняного економічного середовища. Пріоритетними напрямками розвитку державних боргових цінних паперів в Україні в контексті оптимізації структури державного боргу та його позитивного впливу на функціонування економічного механізму слід визначити такі:

– адаптація джерел формування державної заборгованості відповідно до потреб економічної політики на основі врахування ризиків боргової безпеки;

– посилення державного контролю за цільовим та ефективним використанням залучених ресурсів;

– розширення якісних характеристик та інструментарію державних боргових цінних паперів;

– зменшення вартості залучення та обслуговування державних боргових цінних паперів;

– підвищення довіри населення до боргової політики уряду;

– пролонгація термінів, на які залучаються державні боргові цінні папери;

– обов'язкова наявність довгострокової програми дій обслуговування боргу на періоди надмірного відпливу ресурсів, а також у випадках, коли використання залучених коштів зводиться до фінансування бюджетного дефіциту, покриття дефіциту платіжного балансу або поточного споживання;

– забезпечення інвестиційної спрямованості державних боргових цінних паперів шляхом встановлення їх призначення (наприклад, інфраструктурні цінні папери).

Адаптація головних принципів європейської політики управління державним боргом, зокрема щодо раціонального запозичення, ефективного використання позик, а також безумовного, своєчасного і повного погашення боргових зобов'язань є важливим завданням українського уряду для досягнення фінансової стійкості та незалежності.

### Список використаних джерел

1. *Debt securities statistics* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>

2. *Eurostat – Structure of government debt* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Structure\\_of\\_government\\_debt](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Structure_of_government_debt)

3. *The size and composition of government debt in the euro area* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbocp132.pdf>

4. *European Commission – Europe's recovery from the debt crisis* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/rehn/headlines/news/2013/04/2013-04-19\\_news\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/rehn/headlines/news/2013/04/2013-04-19_news_en.htm)