

5. Самюелсон П. А., Нордгауз В. Д. Макроекономіка. — К.: Основи, 1995. — С. 317–358.
6. Уотшем Т. Д., Паррамоу К. Количественные методы в финансах. — М.: Финансы, 1999. — С. 35–78.
7. Хейне П. Экономический образ мышления. — М.: Новости, 1991. — С. 15–25.
8. Gould J. P., Ferguson. Microeconomic Theory. — Illinois: R./D. Irvin, Inc., 1980. — P. 67–86.

Ю. В. БУРМИСТЕНКО, асистент

МЕТОДИ ЗМЕНШЕННЯ КРЕДИТНОГО РИЗИКУ ОБЛІГАЦІЙ ЗАГАЛЬНОГО БОРГУ НА РИНКАХ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Випуск субдержавних облігацій загального боргу на ринках, що розвиваються, є менш поширеним, ніж у розвинутих країнах з децентралізованими фіскальними системами. Головною причиною цього є обмежена свобода місцевого органу влади відносно використання власного бюджету, а саме щодо забезпечення податкових надходжень в обсягах, необхідних для випуску облігацій загального боргу. По-перше, діючі ставки податків не достатньо високі, а їх підвищення є компетенцією вищих рівнів влади. По-друге, центральний уряд, як правило, забирає на вищий рівень бюджету найдохідніші податки.

З метою зниження кредитного ризику центральні уряди більшості країн описуваної групи жорстко обмежують можливі обсяги позик емітента. Обмеження позичання встановлюються законом, і в деяких випадках навіть записуються до Конституції. Здебільшого ці обмеження мають чисельний вираз, який відображає допустиму стелю позичання з огляду на кредитоспроможність органів влади.

Однак слід відзначити помірну ефективність підвищення кредитоспроможності емітентів шляхом встановлення обмежень на обсяги позичання. З огляду на досить високий ризик вкладання коштів в облігації загального боргу в більшості країн, в яких встановлені стелі максимальних обсягів позичання, потенційні інвестори вимагають від емітентів інших гарантій та додаткового забезпечення позики. Як правило, спеціальне забезпечення позики має три форми: у

вигляді державного доходу, застави нерухомого майна або гарантій третьої сторони.

Найчастіше першою вимогою потенційних утримувачів у цій групі країн є надання гарантії центральним урядом щодо погашення ним субдержавної позики (у разі необхідності). Гарантія уряду, безумовно, є найкращим інструментом зниження кредитного ризику.

Суверенні гарантії субдержавних позик можна умовно поділити на відверті гарантії, приховані гарантії та псевдогарантії. Як приклад надання відвертих гарантій можна навести перші випуски муніципальних позик в Угорщині після краху комуністичного режиму, коли національний уряд відверто надав державні гарантії щодо своєчасного погашення цих позик у повному обсязі. Дуже часто гарантії центрального уряду мають прихований характер, тобто про надання державної гарантії позики офіційно не оголошується, але в разі невиконання емітентом своїх зобов'язань держава бере на себе обслуговування та погашення позики. Приховані гарантії субдержавних позик є дуже характерними для ринків, що розвиваються. Поширеність прихованих державних гарантій на ринках, що розвиваються, призвела до виникнення псевдогарантії — феномена, який має психологічні корені. Ситуація, коли й утримувачі, й емітент облігацій місцевої позики вірять у наявність прихованої гарантії, а насправді її не існує, і є псевдогарантією субдержавної позики. З метою уникнення таких непорозумінь деякі країни (наприклад Литва, Польща) законодавчо закріпили заборону на надання державних гарантій на субдержавні позики.

До надання державної гарантії слід підходити дуже зважено, тому що наявність такої гарантії підриває розвиток справжнього муніципального кредитного ринку та призводить до перекручення стимулів ефективності використання коштів позики. Взагалі, надання державних гарантій позбавляє інвесторів стимулів до таких процесів, як дослідження основних ризиків позики, розуміння бюджетного процесу місцевого уряду, проведення економічного аналізу інвестиційних проектів, що фінансуються на кошти позики. І емітент, і утримувачі розуміють, що за наявності суверенної гарантії позики в разі дефолту жодна зі сторін не постраждає.

Іншим шляхом додаткового забезпечення позики є вимога потенційних інвесторів про створення спеціальних механізмів збирання та відокремлення частки надходжень від місцевих

податків та зборів до місцевого бюджету, а також певної частини міжурядових трансфертів. Забезпечення і механізм мають бути офіційно законодавчо підтверджені.

У більшості місцевих бюджетів на ринках, що розвиваються, значну їх частину становлять міжурядові фіскальні надходження. Вони мають форму грантів, операційних трансфертів, розподілу доходів на основі формул, а іноді таких спеціальних заходів, як компенсація дефіциту місцевих бюджетів. Співвідношення надходжень до місцевих бюджетів, які збираються національною або провінційною владою, а потім перераховуються місцевим урядам, може сягнути величини 90%, як, наприклад, у муніципалітетах Чеської Республіки (за винятком Праги), і величини понад 50%, як у багатьох країнах, у тому числі Аргентині, Колумбії, Індії, Індонезії та Румунії. У стабільних фіскальних системах трансфери є невід'ємною частиною загальних надходжень муніципалітету та включаються до забезпечення облігаційної позики загального боргу. Згідно з фіскальними правилами ЄС розподіл доходів між вищими та нижчими органами влади є надійним джерелом місцевих доходів та фактично вважається «власним джерелом» доходів. А в країнах, що розвиваються, політика трансфертів є вкрай нестабільною. Частка місцевих органів влади в перерозподіленні коштів є непередбаченою, тому що вона може різко змінюватись з року в рік або навіть у середині фіскального року внаслідок погіршення власних фіскальних позицій центрального уряду, або внаслідок інших причин.

До середини 1990-х років більшість ринків, що розвиваються, забороняли використання грантів та трансфертів для забезпечення місцевих позик. Однак сьогодні практика надання центральним урядом гарантії обслуговування та погашення субнаціональної позики в розмірі майбутніх надходжень від сплати податків є поширеною в цілому ряді країн — Аргентині, Бразилії, Колумбії, Індонезії, Мексиці, Філіппінах.

Як правило, на ринках, що розвиваються, інвестори вимагають безперешкодного доступу до трансфертних сум до того, як їх буде зараховано до загальних надходжень місцевого бюджету. Відповідною угодою закріплюється певне міжурядове джерело надходжень, і ця угода надає утримувачу право доступу до коштів цього джерела безпосередньо в уряді вищого рівня в разі, якщо зобов'язання з обслуговування боргу

не виконуються на місцевому рівні. Однак прямий доступ дозволяється нечасто. З огляду на цю обставину на ринках, що розвиваються, популярною є вимога потенційних інвесторів щодо створення фондів, в які спрямовуватиметься певна частина міжурядових трансфертів як додаткове забезпечення позики. Кошти цих фондів не можуть використовуватися місцевим бюджетом до повного погашення позики. У разі затримки з обслуговуванням позики, утримувачі облігацій мають право першочергової вимоги трансфертних коштів зі створеного фонду. Роль таких фондів можуть виконувати фонди муніципального розвитку або спеціальні рахунки в банках-утримувачах облігацій (замість створення спеціальних фондів).

Взагалі, використання трансфертів як гарантії погашення позики вважається однією з найнеефективніших форм надання гарантій на субдержавні позики; до речі, цей метод застосовується і розвиненими країнами Європи. Проте використання трансфертів як гарантії позики має і певні недоліки. По-перше, їх доцільно використовувати для скорочення недоплат в обслуговуванні позики, але не для гарантування погашення позики. По-друге, існує імовірність скорочення обсягів трансфертів від центрального уряду. По-третє, цей механізм заважає реалізації ініціатив у сфері децентралізації, метою якої є розширення повноважень місцевих органів влади з надання послуг на місцевому рівні, а також підвищення відповідальності за використання коштів місцевих бюджетів.

У країнах Центральної та Східної Європи вже традиційною стала вимога банків про заставу нерухомості, що перебуває в муніципальній власності як додаткового забезпечення позики. Ця практика відображає історичну традицію муніципалітетів у використанні нерухомого майна як забезпечення муніципальних позик у регіоні, а також загальну тенденцію банківського сектора до використання нерухомості як забезпечення кредитів. Але, якщо історично банки приймали будь-яке муніципальне майно під заставу, то з набуттям досвіду в цій сфері перелік об'єктів значно звузився. Нині банки беруть під заставу тільки те муніципальне майно, яке підлягає приватизації, тобто вільні земельні ділянки, які перспективно розташовані, торговельні установи, сільськогосподарську власність. Зі списку об'єктів під заставу було викреслено такі об'єкти, як будинок міської адміністрації,

школи, музеї міського значення. У ряді країн законодавство чітко окреслює типи об'єктів, які можна заставляти.

У деяких країнах, наприклад у Колумбії, вимога забезпечення муніципальної позики нерухомим майном закріплена законодавчо. Причому в Колумбії вартість застави має становити 150% позики. Це пояснюється проблематичністю оцінки реальної вартості нерухомого майна. Наприклад, якщо чинні процедури відчуження муніципальної власності нечіткі і можуть призвести до багаторічних судових розглядів, вартість майна як забезпечення позики зменшується.

Ще одним можливим шляхом додаткового забезпечення субдержавної позики є використання *простих векселів*. Векселі мають бути датовані майбутнім числом, щоб банк міг перетворити їх на готівку в момент настання строку обслуговування боргу. Ліквідне забезпечення такого типу довело свою надзвичайну ефективність у зменшенні прострочених позик. До речі, з усіх видів додаткового забезпечення позики використання простих векселів є найменш поширеним у світі і найпоширенішим у Чеській Республіці.

На ринках, що розвиваються, існує ціла низка різноманітних методів зменшення кредитного ризику, у кожного з яких є свої переваги й недоліки, але всі вони, безумовно, стимулюють попит та сприяють залученню тимчасово вільних коштів до фінансування потреб субдержавних органів влади.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Мозговой О. Н.* Зарубежный фондовый рынок. — К.: Феникс, 1998. — С. 4—18.
2. *Рубцов Б. Б.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 251—286.
3. *Leigland J.* Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economies // Public Budgeting and Finance. — 1997. — Summer. — P. 57—79.
4. *Samir El D.* Municipal Bond Markets: Prospects for Developing Countries // Infrastructure Notes. — 1997. — February. — No. FM—8b. — P. 1—4.