

УДК 336.763

Білявська Аліна Юріївна,
аспірантка кафедри фінансів
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
03057, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1
E-mail:

ДОСВІД ЗАРУБІЖНИХ КРАЇН В ОБСЛУГОВУВАННІ ТА УПРАВЛІННІ ДЕРЖАВНИМИ ЗАПОЗИЧЕННЯМИ

Анотація

Мета дослідження. Головна мета статті полягає у проведенні аналізу здійснення державних запозичень та їх впливу на державний борг країни.

Методологія. Для досягнення мети було досліджено теоретичні основи довгострокових державних запозичень. За допомогою методів порівняльного аналізу проаналізовано сучасну практику державних запозичень в країнах Заходу та розглянуто перспективи державних внутрішніх запозичень України і розроблено рекомендації по їх ефективній реалізації.

Отримані результати. Проведено дослідження зарубіжного досвіду здійснення державних запозичень та проаналізовано інституційне забезпечення управління ними. Визначено особливості державних запозичень в Україні. Розроблено пропозиції щодо подальшого розвитку вітчизняного ринку державних за позичень.

Цінність дослідження. Дослідження тенденцій державних ринків запозичень у різних країнах дало змогу з'ясувати, що відбувається зростання боргового навантаження та висхідних тенденцій витрат на обслуговування боргу. Це зумовлює постійну потребу у фінансуванні витрат на їх погашення з одночасною потребою у фінансуванні інших статей державного бюджету.

Ключові слова: державні запозичення, дефіциту бюджет, державні цінні папери; облігація внутрішньої державної позики, державний борг.

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. У сучасних умовах ринок державних цінних паперів відіграє одну з ключових ролей у формуванні бюджетної політики держави, проведенні грошово-кредитної політики центральними банками з метою регулювання грошової маси та підтримки ліквідності банківської системи. Державні цінні папери виступають головним інструментом державних запозичень, дозволяючи залучати значні фінансові ресурси на прийнятних умовах. За умови ефективного та прозорого використання залучених коштів державні цінні папери можуть стати дієвим інструментом, здатним позитивно впливати на інвестиційні процеси в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням проблем функціонування ринків державних запозичень займалися у своїх працях багато вітчизняних та закордонних економістів, зокрема: О. Барановський, Т. Вахненко, О. Гаврилук, В. Ільченко, Г. Кучер, І. Лютий, С. Марченко, О. Мозговий, Н. Приказнюк, Р. Рак, С. Брю, Дж. Кейнс, К. Макконелл, Г. Марковіц, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц, Дж. Хікс тощо.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. Водночас в умовах ринку, який динамічно розвивається, виникає потреба в більш детальних дослідженнях сучасного вітчизняного ринку державних цінних паперів та визначені напрямів його розвитку з урахуванням зарубіжного досвіду.

Формулювання мети і завдань дослідження. Проаналізувати закономірності функціонування ринку державних цінних паперів, визначити нагальні проблеми існування внутрішнього ринку державних цінних паперів, запропонувати заходи для їх усунення з урахуванням зарубіжного досвіду, а також розглянути можливі перспективи розвитку державного ринку цінних паперів України в цілому.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. У зв'язку з ускладненням міжнародних відносин, вплив світової економічної кризи позначився на стані державних фінансів зарубіжних країн, призвів до зростання дефіцитності бюджетів та абсолютної суми державного боргу. Обмеженість власних ресурсів, неефективне використання кредитів, порушення строків виконання боргових зобов'язань на тлі загострення негативних кризових і посткризових тенденцій обумовили значне зростання обсягу світової заборгованості. Погіршенням стану боргового ринку характеризуються і розвинені країни і країни, що розвиваються. Негативний вплив боргової кризи на стан національних економік, зростаюче напруження на суверенних боргових ринках зони євро, слабкість світової економіки підвищують ризики погіршення ситуації в майбутньому.

Наразі економіка більшості країн світу характеризується наявністю великого державного боргу. Уряди розвинених країн та країн, що розвиваються, залучають грошові ресурси з фінансових ринків через державні запозичення з метою фінансування зростаючих бюджетних витрат, покриття бюджетних дефіцитів.

Великі розміри і швидке зростання державного боргу у більшості країн надає важливості питанню розробки підходів регулювання функціонування внутрішнього ринку довгострокового ринку державних запозичень в країнах Європи.

Загальна ситуація на європейському ринку внутрішніх державних запозичень свідчить про утримання нарощених позицій на внутрішньому ринку запозичень розвиненими країнами та стрімке зростання ринків внутрішніх запозичень у країнах з низьким і середнім рівнем доходів в останні роки, що викликане проведенням політики урядів і корпорацій цих країн, спрямованої на мінімізацію обсягів зовнішніх комерційних позик, які відзначаються високою мінливістю.

Основна частина внутрішньої заборгованості більшості країн виражена в державних цінних паперах. Більша частина внутрішнього ринку боргових цінних паперів належить випуску урядів у таких країнах, Франція (51,9 %), Німеччина (53,4 %), Італія (59,4 %), Португалія (57,4 %), Великобританія (66,5 %).

Внутрішні запозичення у розвинених країнах Європи і світу займають одне з ключових місць у вирішенні проблем дефіциту бюджету, та у значній мірі — у проектному фінансуванні відповідних галузей, секторів, напрямів економіки держави й проблем окремих населених пунктів і підприємств державного і місцевого значення зокрема. Одним з флагманів у цьому процесі виступають Сполучені Штати Америки, де система внутрішніх державних запозичень набула особливого значення на ринку цінних паперів, що відображається у ефективній системі функціонування казначейських та муніципальних боргових цінних паперів США.

Ринкам державних запозичень у розвинутих країнах притаманні такі властивості, що відрізняють їх від корпоративного ринку і дозволяють залучити широке коло інвесторів: низький кредитний ризик, високий рівень ліквідності, пільговий режим оподаткування. Низький кредитний ризик означає малу реальність виникнення ситуації, що кредиту не виплатять суму, що була вкладена ним у державні облігації. Державні позики забезпечуються адміністративно-правовою й економічною владою держави в особі його уряду. Державні запозичення завжди мають більш високі рейтингові оцінки в порівнянні з корпоративними випусками і у більшості розвинутих країнах відносяться до вищих розрядів рейтингу. У більшості країн процентний дохід по

державних цінних паперах має пільговий режим оподатковування, а в багатьох випадках не обкладається податком узагалі. Так, у США державні облігації не є об'єктом оподатковування на рівні уряду штатів. Перераховані вище характеристики обумовили велику безпеку операцій з державними цінними паперами для інвесторів, у порівнянні з корпоративними випусками. Однак, необхідність регулювання ринку державних цінних паперів не тільки зберігається, але й істотно зростає в даний час [1].

Серед країн ЄС існує практика спрямування інвестицій з пенсійного та страхового сектору на використання довгострокових державних та приватних інструментів фінансування. Інвестиції інституційних інвесторів були останніми роками сконцентровані у державних боргових інструментах на багатьох ринках, забезпечуючи можливість розвитку з точки зору зрілості та різноманітності інструментів, особливо інструментів приватного сектора. В деяких країнах для фінансування дефіциту вводилися нові боргові інструменти, такі як інфляційні та проектні облігації.

Реформа ринку недержавних облігацій в Україні сприятиме розширенню нових видів продукції, що позитивно вплине на спрямування інвестицій у нові ринкові сегменти, підтримуючи економічне зростання в Україні. Випуск облігацій в національній валюті залишається основним інструментом фінансування таких секторів, як житлово-комунальний сектор, інфраструктура на довгостроковій основі. Саме тому цей інструмент повинен активно використовуватися в Україні [2].

У країнах ЄС одна з основних потреб у довгостроковому фінансуванні пов'язана з інвестиціями в інфраструктуру. Таке фінансування спрямовується на розвиток ринку енергетики, транспортних шляхів, розвитку ринку телекомунікацій. Проте підприємствам електроенергетики доводиться стикатися з двома проблемами: як організувати проекти в банківських структурах та як отримати доступ до довгострокового фінансування. Використання та значення проектних облігацій у загальному борговому фінансуванні зростає [3]. Традиційні джерела фінансування від урядів та комерційних банків в той же час залишаються актуальними. Тож випуск інфраструктурних облігацій повинен стати одним з пріоритетів боргової політики в Україні.

Цінні папери на внутрішньому ринку виступають інструментом фінансування державних програм, в тому числі соціальних

та продуктивних проектів. На сьогодні ще одним ефективним інструментом, який набирає все більшої популярності у зв'язку з екологічними проблемами, виступають «зелені» облігації. «Зелені» облігації є одним з варіантів фінансування, доступних приватним фірмам та державним установам, які хочуть інвестувати у проекти збереження довкілля, енергозбереження.

Доцільно також фінансувати проекти енергоефективності, покращення стану водних ресурсів та поводження з відходами за рахунок випуску «зелених облігацій», залучати бізнес до розробки проектів та їх подання на розгляд Світовому банку та МВФ з метою розвитку ринку альтернативної енергетики в Україні та з метою вирішення екологічних проблем. Це забезпечить скорочення енергоємності української економіки, вирішення численних проблем щодо фінансування підприємств енергетики України, наповнення державного бюджету податковими платежами, а це в свою чергу забезпечить скорочення державного дефіциту та вирішить проблему потреби у залученні додаткових кредитних ресурсів для фінансування бюджету.

Розвиненим країнам характерно переважання довгострокової заборгованості у національній валюті на ринку внутрішніх запозичень, тоді як заборгованість в іноземній валюті складає не значну частку. Тож потрібно забезпечити зростання довгострокової заборгованості в національній валюті шляхом стабілізації макроекономічної ситуації в Україні, перегляду фінансової, фіскальної політики задля скорочення видатків державного бюджету та збільшення доходів, прийняття бездефіцитного бюджету або бюджету з мінімальним рівнем дефіциту, який буде можливо фінансувати за рахунок ключових геополітичних партнерів, тимчасове припинення росту видатків за статтею соціальні трансфери, обмеження інвестицій з бюджету.

Впровадження випуску інфраструктурних облігацій доцільно здійснювати з використанням зарубіжного досвіду. Залучити приватних інвесторів з метою придбання інфраструктурних облігацій в Україні можна на основі досвіду Великобританії, де цей вид цінних паперів є дієвим інструментом для забезпечення співпраці інвесторів та пенсійних фондів для розвитку транспортної системи та енергетичної системи [5]. Крім того, у Великобританії обговорюється ідея створення нового інвестиційного банку, який буде забезпечувати фінансування операційних активів, проектів будівництва на основі диверсифікації ризику інвесторів.

Інфраструктурні облігації [6] випускаються приватним сектором з метою фінансування інфраструктури на основі розробки проектів суспільного інтересу. Зазвичай це відбувається шляхом укладання концесійних контрактів з державним сектором на умовах державно-приватного партнерства ДПП. Фінансування таких проектів здійснюється через проектні фінанси. Для підвищення довіри приватного сектору до цього боргового інструменту використовуються державні гарантії.

Досвід Бразилії та Великобританії свідчить про посилення співпраці у секторі гарантійних облігацій та інших страхових інструментів для фінансування розвитку інфраструктури. Бразилія бере на себе відповідальність аналізувати методи, які гарантують завершення будівництва інфраструктури. Тоді як Великобританія буде ділитися досвідом у регулюванні гарантійних облігацій та досвідом британського ринку цього продукту [7]. Тож можливим для України є також налагодження співпраці з Великобританією на договірній основі задля ефективності випуску інфраструктурних облігацій.

Все більшої популярності набуває розвиток ринку «зелених» облігацій. Велика Британія стала глобальним центром зеленого фінансування, випуску зелених облігацій та інвестицій. Тим часом, у Китаї зелене фінансування дедалі більше відрізняється від політики та порядку денного регулювання в країнах ЄС. Китай позиціонує себе як світовий лідер із підтримки зеленої політики в галузі зв'язку. Досвід Китаю у випуску зелених [8] можна застосовувати в Україні. Саме «зелені» облігації можуть стати каналом для мобілізації інституційних інвесторів та створення бази інвесторів в Україні, забезпечивши вирішення екологічних проблем. Традиційні інструменти фінансування інфраструктури (державні та комерційні банки будуть неефективними у задоволенні потреб в капіталі до 2030 років) [9], а тому інституційні інвестори, особливо пенсійні та суверенні фонди, все більше розглядаються як життєдайні суб'єкти для заповнення цих фінансових прогалин.

Досвід Німеччини у випуску «зелених» облігацій свідчить про те, що емітенти повинні забезпечити прозорість та підзвітність щодо реалізації проектів та спрямування коштів [10]. Крім того, вимагається залучення незалежної сторони для оцінки ефективності та оцінки емітентів. У Німеччині провідними емітентами виступають комерційні банки [11], тоді як корпоратив-

ні інвестори та деякі інституції не забезпечують суттєвого впливу на розвиток ринку. Такі ж тенденції спостерігаються у Нідерландах, Швеції та Франції: банківський сектор залишається провідним емітентом, хоча в деяких скандинавських країнах фонди та приватний сектор також забезпечують інвестування у «зелені» облігації. У Німеччині важливу роль відіграє також стаке фінансування, але основна увага приділяється кредитному ринку та фінансуванню проектів та успішних програм з енерго-ефективності або фінансування відновлюваної енергетики банками. Національний інвестиційний банк Німеччини забезпечує залучення усіх секторів у фінансування проектів шляхом надання допомоги муніципалітетам у фінансуванні інфраструктури. Іншими гравцями виступають комерційні банки, які контролюються державою та органами місцевої влади. Таким чином, досвід Німеччини свідчить про потребу створення інституції інвестиційного банку, який буде стимулювати розвиток ринку облігацій в Україні.

Досвід США у формуванні ринку внутрішніх державних запозичень може бути корисним для України в контексті стимулювання випуску місцевих облігацій. Розвиток ринку місцевих облігацій дасть змогу забезпечити залучення широкого кола інвесторів на основі таких ключових макроекономічних особливостей: низький кредитний ризик, високий рівень ліквідності, пільговий режим оподатковування. Проте це зумовлюватиме для України потребу у інституційному забезпеченні розвитку ринку місцевих облігацій, завершення процесів децентралізації, формування компетентних спеціалістів, які необхідні для забезпечення ефективності випуску цього виду боргових цінних паперів. Крім цього, випуск місцевих облігацій характеризується одночасно низьким рівнем ризику за одночасної низької дохідності, тому актуально забезпечити в Україні оптимальну вагу місцевих облігацій в структурі внутрішніх запозичень.

Досвід Словаччини є важливим для України, оскільки уряд на основі державно-приватного партнерства зміг залучити фінансування урядів Франції та Нідерландів на розвиток інфраструктури. 30-річний контракт, укладений з Францією та Нідерландами, передбачає фінансування, проектування, будівництво, експлуатацію та обслуговування автомобільних шляхів. При цьому створена компанія концесій буде отримувати винагороду за рахунок щорічних роялті, сплаченої надавачем. Проте 29 листопада

2013 року Консорціум Granvia, спонсор проекту «R1 Expressway» у Словаччині, потребував рефінансування оригінальної банківської позики з випуском облігацій в розмірі 1,24 млрд дол. для рефінансування непогашеної заборгованості за проектом. Рефінансування облігацій під проект було підписано, причому половина облігацій розміщена європейськими інституціональними інвесторами. Це найбільш незавершена проблема, пов'язана з неповерненням кредитів, які надавалися на умовах державно-приватного партнерства в Європі.

Розглянутий досвід дає можливість сформулювати основні поради щодо управління державними запозиченнями. Відсутність державних коштів для розвитку місцевої інфраструктури завжди є ознакою неефективної системи місцевих державних фінансів у країні. Для забезпечення зростання рівня ефективності місцевих фінансів доцільно збільшити місцеву податкову автономію та гранти від центру, обмежити та контролювати місцевий борг. Не ефективним є відсутність обмежень у випуску муніципальних облігацій або відсутності обмежень в державно-приватному партнерстві. Запозичення в іноземній валюті також не доцільно використовувати, навіть якщо витрати на кредитування значно нижчі. Якщо ризик інфраструктурного проекту зменшується або ліквідується — на експлуатаційній магістралі — стає набагато легше залучити професійно керовані фінанси. Тому доцільно використовувати фінансування на основі поєднання різних видів інструментів, наприклад синдикований кредит або державна гарантія.

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку. Таким чином, розглянутий досвід зарубіжних країн у розвитку ринку державних запозичень свідчить про зростання значення інфраструктурних облігацій, які випускаються на довгостроковій основі в національній валюті, та «зелених» облігацій, де ключовими емітентами виступає банківський та корпоративний сектор. Для ефективного управління внутрішнім державним боргом доцільно використовувати досвід Великобританії та Китаю у державному регулюванні ринку інфраструктурних облігацій, «зелених» облігацій та створенні відповідного інституційного середовища. При цьому випуск інфраструктурних облігацій повинен відбуватися на засадах державно-приватного партнерства. Розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні на сьогодні потребує завершення процесів децентралізації, а

тому муніципальні облігації не можуть бути найбільш ефективним інструментом фінансування дефіциту бюджету. Розвиток ринку внутрішніх державних запозичень суттєво залежатиме від макроекономічної стабільності в Україні, що є головною вимогою ключових зовнішніх кредиторів України. Крім того, саме макроекономічна стабільність забезпечить залучення приватних інвесторів на внутрішній ринок та скорочення обсягу валютного боргу. Прозорість випуску та контроль повинні стати основними складовими забезпечення розвитку ринку внутрішніх запозичень. Україні також доцільно випускати нові види боргових цінних паперів, які можуть стати в майбутньому ефективними інструментами фінансування.

Бібліографічний список

1. Рак Р. Регулювання ринку державних цінних паперів у розвинутих країнах // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка: Економіка. — № 92. — 2007. — С. 24–27.
2. Issuing international sovereign bonds [electronic resource] / prepared by Mauro Mecagni [et al.]. — Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014.
3. Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies — Report for the G20.» The World Bank, IMF, and OECD, 2015. http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2015/12/01/090224b0838dd555/1_0/Rendered/PDF/Capital0market000report0for0the0G20.pdf
4. Звіт про результати аналізу звітності щодо державного та гарантованого державою боргу. Рахункова палата. — Київ — 2017. Електронний ресурс. — Режим доступу: http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16753206/Zvit_16-3_2017.pdf?subportal=main
5. UK drawing up plans for infrastructure bonds for large projects. Retrieved from <https://www.ft.com/content/260f1fe2-aa59-11e6-a0bb-97f42551dbf4>
6. Infrastructure Bonds: Why do DMOs care? Heinz P. Rudolph» The World Bank» Retrieved from <http://siteresources.worldbank.org/INTCAPITALMARKETS/Resources/HeinzRudolph.pdf>
7. Joint statement by the Finance Minister of Brazil and the Chancellor of the Exchequer at the 2nd UK-Brazil Economic and Financial Dialogue held in Brasília on 31 July 2017. Retrieved from https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/637058/UK-Brazil_2nd_Economic_and_Financial_Dialogue_-_Joint_Statement.pdf.pdf

8. 'Growing a green bonds market in China: Key recommendations for policymakers in the context of China's changing financial landscape' <https://www.climatebonds.net/key-recommendations-chinese-policymakers>
9. UK-China Collaboration on Growing a Global Green Bonds Market. IISD. <https://cn.climatebonds.net/files/files/Paper4-05B.pdf>
10. Greening Bank Funding: The German Experience. Retrieved from <https://sustainabonds.com/greening-bank-funding-the-german-experience/>

References

1. R. Rak Regulation of the Government Securities Market in Developed Countries // Bulletin of the Taras Shevchenko National Taras Shevchenko University: Economics. — No. 92. — 2007. — P. 24–27. [In Ukrainian]
2. Issuing international sovereign bonds [electronic resource] / prepared by Mauro Mecagni [et al.]. — Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. [In English]
3. Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies — Report for the G20.» The World Bank, IMF, and OECD, 2015. http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2015/12/01/090224b0838dd555/1_0/Rendered/PDF/Capital0market000report0for0the0G20.pdf [In English]
4. Report on the results of the analysis of State and State-guaranteed debt reporting. Accounting Chamber. — Kyiv — 2017. Electronic resource. — Access mode: http://www.ac-rada.gov.ua/doccatalog/document/16753206/Zvit_16-3_2017.pdf?subportal=main [In Ukrainian]
5. UK drawing up plans for infrastructure bonds for large projects. Retrieved from <https://www.ft.com/content/260f1fe2-aa59-11e6-a0bb-97f42551dbf4> [In English]
6. Infrastructure Bonds: Why do DMOs care? Heinz P. Rudolph» The World Bank» Retrieved from <http://siteresources.worldbank.org/INTCAPITALMARKETS/Resources/HeinzRudolph.pdf> [In English]
7. Joint statement by the Finance Minister of Brazil and the Chancellor of the Exchequer at the 2nd UK-Brazil Economic and Financial Dialogue held in Brasília on 31 July 2017. Retrieved from https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/637058/U_K-Brazil_2nd_Economic_and_Financial_Dialogue_-_Joint_Statement.pdf.pdf [In English]
8. 'Growing a green bonds market in China: Key recommendations for policymakers in the context of China's changing financial landscape' <https://www.climatebonds.net/key-recommendations-chinese-policymakers> [In English]

9. UK-China Collaboration on Growing a Global Green Bonds Market. IISD. <https://cn.climatebonds.net/files/files/Paper4-05B.pdf> [In English]

10. Greening Bank Funding: The German Experience. Retried from <https://sustainabonds.com/greening-bank-funding-the-german-experience/> [In English]

Стаття надійшла до редакції 14 грудня 2018 р.

UDC 336.763

Alina Biliavska,

PhD Student at the Department of Finance
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
(54/1, Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)
E-mail: anillabell@gmail.com

Foreign experience in public borrowings service and management

Abstract

Research objective. The main purpose of the paper is to carry out an analysis of government borrowings and their impact on the state debt.

Methodology. To achieve the goal, the theoretical foundations of long-term government borrowings were studied. Based on the methods of comparative analysis, the article examined the current practice of state borrowings in Western countries, considered prospects of Ukraine's domestic borrowings, and developed recommendations for their effective implementation.

Findings. The study investigated foreign experience of state borrowings and analyzed the institutional framework for their management. The features of state borrowings in Ukraine were determined. The paper substantiated proposals for further development of the domestic market of government borrowings.

Value Added. The study of trends in the state borrowings markets in different countries allowed the author to reveal the growth of the debt burden and the upward trends in debt service costs. These factors cause a constant need in financing debt repayment with the simultaneous need in financing other expenditures of the state budget.

Key words: government borrowing, budget deficit, government securities; domestic government loan bond, government debt.