

Тимошенко Н.М.,

аспірант кафедри фінансів,

Київський національний торговельно-економічний університет

РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ДЕФІЦИТОМ БЮДЖЕТУ

Анотація. У статті визначено місце та роль ринку державних цінних паперів у системі управління дефіцитом бюджету. Виділено завдання, які виконують інструменти державних запозичень в Україні, та проаналізовано світові вимоги. Визначено, що джерелом залучених коштів можуть стати будь-які вільні ресурси в державі або за її межами, але для їх ефективного залучення має бути потужний та конкурентоспроможний інструментарій із прийнятними для різних інвесторів умовами.

Ключові слова: ринок державних цінних паперів, державні цінні папери, дефіцит бюджету, державний борг, облігації, казначейські зобов'язання.

Постановка проблеми. Для належного виконання державою покладених на неї функцій потрібні фінансові ресурси. У країнах із постійними кризовими явищами проблема нестачі фінансів є однією з провідних. Джерела надходжень коштів до бюджету можуть бути як зовнішні, так і внутрішні.

Явище дефіциту бюджету та боргової залежності держави багато науковців не вважають негативним. Головна проблема полягає в ефективному механізмі залучення коштів та їх використанні – тобто в системі управління державним боргом.

Розвиток ринку державних цінних паперів є дуже важливим для піднесення будь-якої національної економіки. У своїй найбільш відомій роботі «Загальна теорія зайнятості, процентів та грошей» Дж. Кейнс приділив значну увагу ролі та місцю ринку державних цінних паперів. На думку науковця, державні цінні папери є одним з інструментів державного регулювання економіки країни, який забезпечує формування грошової бази фінансового ринку країни [1, с. 17].

Уряди практично всіх держав, їх регіональні та муніципальні утворення, суб'єкти господарювання активно користуються цим джерелом коштів для забезпечення прискореного економічного і соціального розвитку, виконання великих інвестиційних проектів у сферах технологічної модернізації, виробничої та соціальної інфраструктур, а також підвищення рівня капіталізації як окремих господарюючих суб'єктів, так і національної економіки в цілому [2, с. 30].

Звичайно, однозначно розцінювати вплив ринку боргових зобов'язань на національну економіку різних держав не можна. З огляду на специфічні особливості кожної з країн світу, його вплив на їх економічне зростання та інвестиційний клімат різниться. Так, роль економіки США в контексті зростаючого державного боргу цієї країни щодо формування міжнародного фінансового ринку та фінансової глобалізації важко переоцінити. На прикладі США спостерігається відкрита модель розвитку економіки з високим рівнем залучення ресурсів зі світового фінансового ринку. При цьому важливе значення мали і мають заходи економічного характеру, вжиті адміністрацією країни. Це стосується лібералізації банківської та іншої фінан-

сової діяльності, що посилює приплив іноземного капіталу. Кваліфіковані фінансові посередники, широкий вибір фінансових інструментів, можливість хеджування ризиків, гарантований дохід по вкладах і цінних паперах – усе це приваблює до американської економіки фінансові потоки ззовні та спрощує доступ до них. Вкладення в американську економіку стають привабливими як для національних, так і для іноземних інвесторів [3, с. 15].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання дефіцитності бюджету займає належне місце в працях багатьох науковців та економічних шкіл. Відношення до цього явища змінювалося зі зміною пріоритетів в економічному розвитку держави та світу. Різні позиції дослідників умовно розділилися на два пріоритетних напрями: державний борг – це негативне явище в країні (А. Сміт, Д. Рікардо); державні запозичення є важливим інструментом фінансування державних потреб (А. Вагнер, Дж.М. Кейнс, П.А. Самуельсон, С. Гарріс).

Дослідження теоретичних та практичних аспектів функціонування ринку державних цінних паперів висвітлені у працях таких вітчизняних науковців, як: Н. Версаль, І. Лютий, О. Любка, В. Козюк, Р. Рак, О. Рожко, В. Шелудько, С. Боринець, Л. Могилко. Але недосконалість боргової політики держави та необхідність розвитку роздрібного ринку внутрішніх державних запозичень обумовлюють необхідність подальших наукових досліджень у цьому напрямі.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Функціонування ринку державних цінних паперів в економічній літературі розглядається як із позитивної, так і з негативної точки зору. Існуючі протиріччя між величиною суспільних потреб і обмеженими можливостями держави щодо їх задоволення призводять до необхідності залучення кредитних ресурсів. Дефіцитний бюджет, який є характерним явищем для сучасної світової економіки та який збільшується під час криз, вимагає від держави знаходити методи зменшення. Уряд стає перед вибором боргової стратегії, яка може полягати у: збільшенні податків, емісії грошей, кредитуванні центрального банку, запозиченні на вітчизняному або світовому ринку.

Відомий економіст М. Туган-Барановський свого часу зазначав: «Податки шукають грошей там, де їх нема, а запозичення залучають вільні капітали, що добровільно позичаються державі або в разі відсутності доцільного місця їх розміщення, або вважаючи на умови, або їх пропонує держава» [4, с. 52].

Мета статті полягає у визначенні місця ринку державних цінних паперів у системі управління дефіцитом бюджету.

Виклад основного матеріалу дослідження. Еволюція підходів до фінансування дефіциту бюджету пройшла довгий шлях, від тривіального друку грошей на покриття дефіциту до диверсифікованих внутрішніх та зовнішніх позик із різномасштабним узгодженням їх погашення. Варто зазначити, що навіть примітивне друкування грошей на покриття дефіциту

використовується і сьогодні в низці країн світу. Навіть високорозвинені країни з ринковою економікою в певних умовах поєднують емісійні та неемісійні джерела покриття дефіциту, якщо таке поєднання є економічно обґрунтованим та не завдає руйнівної шкоди розвитку економіки країни [5, с. 59].

Перевагою емісійного фінансування бюджетного дефіциту є відносна швидкість застосування цього джерела фінансування, адже підготовка до друкування грошей є коротшою за часом, аніж підготовка та здійснення запозичень. Також перевагою цього джерела фінансування є відносно невелика його вартість залучення фінансових ресурсів та вартість користування ними є набагато вищими, ніж емісійного джерела [5, с. 60]. Але цей, на перший погляд, недорогий інструмент призводить до збільшення інфляційних процесів у країні, що є основним недоліком його застосування.

За неемісійного фінансування дефіциту його трансмісійний механізм має відмінності порівняно з емісійним покриттям. Уряд, здійснюючи державні запозичення, не впливає на збільшення монетарних показників усередині країни. Під час прийняття рішення про фінансування дефіциту шляхом продажу на зовнішньому фінансовому ринку державних цінних паперів в іноземній валюті уряд здійснює конвертацію валюти в національну за курсом центрального банку в межах існуючої кількості грошової маси. При цьому на конвертацію іноземної валюти в національну не випускається додаткова кількість грошей, що не збільшує загальну грошову масу в країні.

Тому за неемісійних джерел покриття дефіциту бюджету не відбувається збільшення грошової маси в країні, отже, дефіцит не може прямо впливати на динаміку зростання та на темп інфляції. Факт існування дефіциту може справляти непрямий вплив на зростання цін через інфляційні очікування, які, втім, надзвичайно важко економічно прорахувати та дати однозначну оцінку впливу на зростання темпу інфляції. Інфляційні очікування діють як захист виробників від можливого зростання цін у результаті фінансування дефіциту. Це свідчить про неможливість впливу дефіциту, що покривається державними запозиченнями, на інфляцію в країні [5, с. 62].

Визначений курс країни до європейського простору має враховувати вимоги даної спільноти до показників дефіциту бюджету та державного боргу. Особливо це актуально у світі розвитку світової економіки, адже проблему боргової залежності держав світові фінансові аналітики пов'язують з економічними потрясіннями у світі. На даний момент державні борги багатьох великих постіндустріальних країн уже є відчутним тягарем, а це основний фактор ризику для всієї світової економіки. Із цієї причини основні неприємності можуть прийти саме з ринку боргів [6].

Для оцінки діяльності держави на шляху до покращення показників боргової безпеки науковці найчастіше використовують показник, який уведений Маастрихтським договором, що був підписаний 7 лютого 1993 р., згідно з яким дефіцит державного бюджету не чинить дестабілізуючого впливу на економіку країни, якщо не перевищує порогу у 3% ВВП.

Щодо міжнародної практики, то слід урахувати вимоги Європейського Союзу до процедури визначення надмірних дефіцитів. Згідно зі ст. 104с Договору про валютний союз, «країни ЄС повинні уникати утворення надмірних дефіцитів державного бюджету, і Європейська Комісія має вести моніторинг змін бюджетної ситуації і накопичення державного боргу».

За даними офіційного сайту ЦРУ, відношення державного боргу до ВВП країн Єврозони має вражаючі дані. Хоча в цьому

разі слід говорити не лише про відносний показник, але й про темпи приросту (табл. 1).

Таблиця 1

Рівень державного боргу країн Єврозони

№ п/п	Країна	Відношення державного боргу до ВВП		Темп приросту 2015/2014
		2014	2015	
1.	Люксембург	22,5%	21,7%	96,44%
2.	Словаччина	53,5%	52,5%	98,13%
3.	Словенія	60,9	62,7%	1,03%
4.	Фінляндія	59,3%	61,3%	103,37%
5.	Нідерланди	68,8%	68,9%	100,15%
6.	Мальта	58,3%	60,6%	103,95%
7.	Іспанія	97,7%	101%	103,38%
8.	Германія	74,3%	71,7%	96,50%
9.	Франція	95,5%	98,2%	102,83%
10.	Бельгія	106,3%	107%	100,66%
11.	Португалія	130,2%	129%	99,08%
12.	Ірландія	107,6%	101,2%	94,05%
13.	Італія	132%	135,8%	102,88%
14.	Греція	178,6%	171,3%	95,91%
15.	Україна	70,3%	94,9%	134,99%

Джерело: складено автором на основі [8]

Отже, наведені дані показують дійсно вражаючі показники по відношенню державного боргу до ВВП країн Єврозони, але темпи приросту не перевищують 4%, що вказує на стабільне зростання державного боргу країн. В Україні ж ситуація набагато складніша. Хоча відношення державного боргу до ВВП у 2015 р. становить 94,9%, що є меншим ніж, наприклад, у Греції (96,4%).

Проблематичні показники дефіциту бюджету України пов'язують із кризою в Україні, яка почалася в 2014 р. Але за оцінкою директора європейського відділу МВФ Рези Могадама, «Україна зазнала серйозних труднощів ще до того, як геополітична напруга призвела до відмови від національної валюти, масової акумуляції вкладів із банків і підвищення премій за ризик. Криза в країні дозрівала не один рік, про що свідчать глибокі структурні проблеми, у зв'язку з якими країна спустилась до низьких показників розвитку серед країн з економікою, що розвивається» [9].

Державні цінні папери в усьому світі виконують дві основні функції: фінансування бюджетного дефіциту і виконання грошово-кредитної політики. Однак зараз на Заході ці два завдання поділяються. Раніше обидві функції покладалися на державні цінні папери. Нині у зв'язку з процесами об'єднання Європи та посилення законів відбувається поділ інструментів за цільовим призначенням. Державні цінні папери потрібні для проведення фінансової політики – фінансування державного боргу. Управління грошово-кредитною політикою здійснюється за допомогою інших інструментів, які поділяються на три рівні: перший, самий жорсткий, – це ставка рефінансування і ставка обов'язкового резервування; другий, більш м'який, – кредитно-депозитна діяльність (центральный банк проводить операції з приймання депозитів або видачі кредитів і, встановлюючи ставки за цими операціями, впливає на ставки міжбанківського ринку і т. д.); третій рівень – це державні цінні папери шляхом проведення прямих операцій, або операцій типу РЕПО.

Проблема в тому, що для використання ринку цінних паперів як грошово-кредитного регулятора необхідно, щоб обсяг інструментів, що перебувають в обігу, був дуже великий. Зазвичай ступінь заборгованості держави, тобто внутрішній борг відносно ВВП, становить від 50 до 100%. Маастрихтські угоди дають змогу європейським урядам мати рівень заборгованості, що перевищує місячний розмір ВВП у сім разів [10].

У країнах із розвинутою ринковою економікою державні цінні папери випускаються для вирішення бюджетних завдань, це:

- згладжування нерівномірності податкових надходжень, досягнення касової збалансованості бюджету. Наприклад, казначейство Великобританії випускає іменні податково-депозитні сертифікати, які можуть бути використані для сплати податків (у цьому разі за сертифікатами сплачуються підвищені відсотки) або викуплені в емітентів на першу вимогу останніх. У РФ також є досвід використання цінних паперів для сплати податків: казначейські зобов'язання можуть бути обмінені на казначейські податкові звільнення для заліку податкових платежів до федерального бюджету. У США для покриття короткострокових касових розривів випускаються на термін до 50 днів векселя управління готівкою; в Японії вони називаються векселями і випускаються на термін до 60 днів;

- фінансування цільових програм і реалізація конкретних проектів уряду. В Японії для покриття витрат на будівництво доріг, на житлове будівництво випускаються будівельні облігації; у Великобританії в 1978 р. для фінансування націоналізації транспорту були випущені транспортні облігації терміном на 10 років;

- погашення раніше розміщених позик. Випуск таких облігацій називається рефінансуванням;

- покриття загального, що переходить з року в рік, дефіциту бюджету. Це облігації, що випускаються без забезпечення, під загальне зобов'язання уряду погасити борг і виплатити відсотки.

У світовій практиці випуск державних цінних паперів є найбільш економічно доцільним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно із запозиченням коштів у центральному банку і залученням коштів за рахунок емісії грошей [10].

Отже, виходячи із перелічених позицій можна визначити місце ринку державних цінних паперів у процесі перерозподілу вільних коштів (рис. 1).

Основними учасниками ринку цінних паперів виступають емітенти та інвестори. На ринку державних цінних паперів держава виступає в ролі емітента, а інвесторами можуть бути юридичні особи, домогосподарства або інші держави та міжнародні організації, що мають у своєму розпорядженні тимчасово вільні кошти. Саме ці відносини мають бути врегульованими за допомогою ринкових механізмів, що на державному рівні забезпечується ринком державних цінних паперів.

Висновки. Випуск державою цінних паперів є важелем управління дефіцитом бюджету та неемісійним інструментом його покриття. Джерелом залучених коштів можуть стати будь-які вільні ресурси в державі або за її межами, але для їх ефективного залучення має бути потужний та

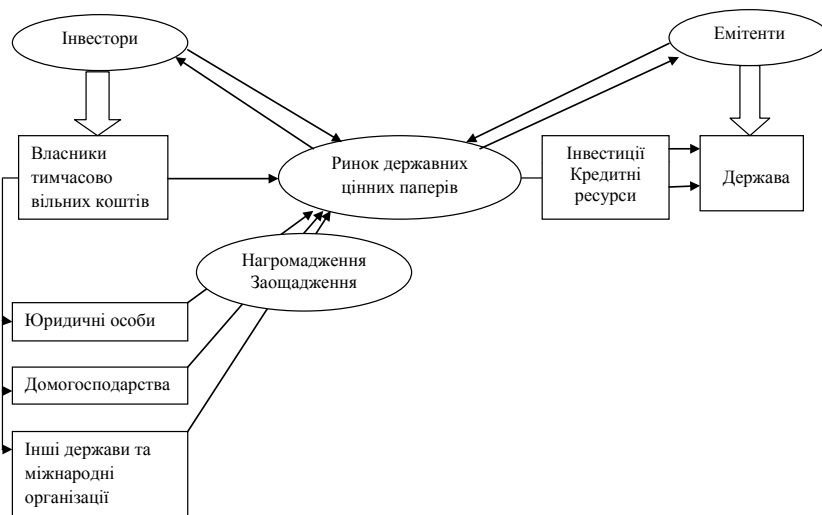


Рис. 1. Місце ринку державних цінних паперів у процесі перерозподілу тимчасово вільних коштів

конкурентоспроможний інструментарій із прийнятними для різних інвесторів умовами.

Література:

1. Охріменко О. Функціонування ринку державних цінних паперів у контексті думок Дж. Кейнса / О. Охріменко // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 5. – С. 17–20.
2. Лукашов А.В. Эмпирические корпоративные финансы и капитальная структура компании / А.В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 3. – С. 28–45.
3. Дмитриев В.А. Внешние заимствования государств: теоретический, практический и региональный аспекты / В.А. Дмитриев // Деньги и кредит. – 2006. – № 10. – С. 10–22.
4. Туган-Барановский М.И. Бумажные деньги и металл / М.И. Туган-Барановский. – Одесса: Русская культура, 1919. – 132 с.
5. Биков Д. Трансмисійний механізм фінансування бюджетного дефіциту / Д. Биков // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 7. – С. 59–64.
6. Информация о Форекс. Прогноз развития мировой экономики на 2016–2017 годы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://infofx.ru/ekonomika-i-rynok/prognoz-razvitiya-mirovoj-ekonomiki-na-2016-2017-gody/>.
7. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.
8. Офіційний сайт ЦРУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.cia.gov/>.
9. Інтерв'ю з Реза Могадамом: Україна розпочинає програму реформ за підтримки МВФ 30 квітня 2014 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/lang/ukrainian/pubs/ft/survey/so/2014/new043014au.pdf>
10. Финансовая опека [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finguardian.ru/guards-568-1.html>.

Тимошенко Н.М. Рынок государственных ценных бумаг в системе управления дефицитом бюджета

Аннотация. В статье определены место и роль рынка государственных ценных бумаг в системе управления дефицитом бюджета. Выделены задачи, которые выполняют инструменты государственных заимствований в Украине и проанализированы мировые требования. Определено, что источником привлеченных средств могут стать любые свободные ресурсы в государстве или за его пределами, но для их эффективного привлечения должен быть мощный и конку-

рентоспособный инструментарий с приемлемыми для различных инвесторов условиями.

Ключевые слова: рынок государственных ценных бумаг, государственные ценные бумаги, дефицит бюджета, государственный долг, облигации, казначейские обязательства.

Timoshenko N.M. Government securities market in the budget deficit management system

Summary. In this paper the place and role of the government securities market in the management system of the

budget deficit are determined. Allocated tasks performed by public borrowing instruments in Ukraine and analyzed the world demands. It is determined that the source of borrowed funds can be any available resources in the country or abroad, but for their effective involvement there should be powerful and competitive tools with suitable for different investors conditions.

Keywords: market of government securities, government securities, budget deficit, public debt, bonds, treasury obligations.