

Ірпінсь: Національна академія ДПС України, 2006. – 356 с. 5. ЗУ "Про місцеве самоврядування в Україні" від 21.05.97 р. 6. Луїна І.О. Державні фінанси та реформування міжбюджетних відносин [монографія] [Текст]. – К.: Наукова думка, 2006. – 432 с. 7. Яценко Ю.О. Теоретичні

основи державної політики фінансового вирівнювання [Текст] / Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С.57-61.

Надійшла до редколегії 20.12.12

УДК 336.273.2

Л. Могилко, асп.,
КНУ імені Тараса Шевченка

ВНУТРІШНІ ДЕРЖАВНІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ УКРАЇНИ

У статті розглянуто основні етапи функціонування ринку внутрішніх державних облігацій України та особливості його використання у фінансуванні дефіциту державного бюджету. Визначено перспективні напрямки підвищення ролі вітчизняного ринку внутрішніх державних облігацій у покритті бюджетного дефіциту країни.

Ключові слова: державні запозичення, облігації внутрішньої державної позики, дефіцит державного бюджету.

В статье рассмотрены основные этапы функционирования рынка внутренних государственных облигаций Украины и особенности его использования в финансировании дефицита государственного бюджета. Определены перспективные направления повышения роли отечественного рынка внутренних государственных облигаций в покрытии бюджетного дефицита страны.

Ключевые слова: государственные заимствования, облигации внутреннего государственного займа, дефицит государственного бюджета.

In the article the main stages of the Ukrainian market of domestic government bonds functioning and features of its use in the budget deficit financing are considered. The main perspective directions of increasing the role of the domestic market of internal government bonds in the budget deficit cover are defined.

Keywords: public borrowing, internal government bonds, state budget deficit.

Ринок внутрішніх державних облігацій є важливим елементом економічної системи будь-якої держави, оскільки дозволяє залучати ресурси для фінансування бюджетного дефіциту країни, через що здійснює значний вплив на соціально-економічне становище країни. Потреба в наявності у країні розвинутого ринку внутрішніх державних облігацій ще більш зростає в умовах погіршення кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу та виникнення світової фінансової кризи, що значно обмежує доступ до зовнішніх джерел більшості країн, що розвиваються. З огляду на це, важливим є дослідження особливостей використання ринку внутрішніх державних облігацій як інструменту фінансування бюджетного дефіциту України та визначення перспективних напрямків підвищення його ролі у фінансуванні дефіциту.

Дослідженню питань використання внутрішніх державних облігацій як джерела фінансування дефіциту державного бюджету присвячені праці таких вчених-економістів як: В. Базилевич, С. Боринець, О. Василик, Т. Вахненко, Г. Кучер, І. Лютий, Р. Рак, О. Рожко, Ю. Субботович, В. Федосов, В. Шелудько, С. Юрій та багатьох інших.

Метою статті є дослідити особливості використання ринку внутрішніх державних облігацій у фінансуванні бюджетного дефіциту України протягом останніх років та визначити перспективні напрями покращення його функціонування.

Випуск внутрішніх державних облігацій відіграє важливу роль у державних фінансах більшості країн світу, підтвердженням чого є переважання в структурі їх державного боргу заборгованості по внутрішнім державним цінним паперам, частка якої коливається на рівні 70 – 80 %. Визначальна роль використання внутрішніх державних цінних паперів у фінансуванні бюджетного дефіциту країни зумовлюється наявністю низки позитивних факторів. Зокрема, випуск внутрішніх державних облігацій:

- надає можливість резидентам країни (фізичним особам, суб'єктам підприємницької діяльності та фінансовим інститутам) інвестувати кошти у ліквідні і низькоризиковані фінансові інструменти, отримувати доходи від заощаджень і підтримувати власну ліквідність;
- не знижує фінансовий потенціал країни, адже процентні платежі, які сплачуються державою за облі-

гаціями, одержують її резиденти, внаслідок чого кошти продовжують обертатися на її фінансовому ринку;

- на протипагу борговим цінним паперам зовнішньої позики, не порушує економічної безпеки країни, оскільки не надає можливості нерезидентам та урядам інших країн впливати на національну економічну політику і спричиняти небажані зміни кон'юнктури фінансового ринку країни-емітента;

- не здійснює негативного впливу на обсяг грошової маси, і, таким чином, не спричиняє інфляцію при фінансуванні дефіциту бюджету [5, с. 363].

Ринок внутрішніх державних цінних паперів України розпочав своє функціонування у 1995 році, коли вперше були емітовані облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП), з метою залучення ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі.

Початковий досвід використання ОВДП у фінансуванні бюджетного дефіциту, протягом 1995 – 2000 років, виявився досить невдалим, оскільки, як відомо, призвів до реструктуризації внутрішнього державного боргу за ОВДП [1, с.83]. Різні фактори призвели до проведення реструктуризації боргових зобов'язань України, від незадовільного стану економіки в країні (рецесійний стан економіки, значні темпи інфляції, девальвація національної валюти, слабкість вітчизняного фінансового ринку та інше), відсутності скоординованих дій щодо стабілізації економіки і ефективного використання позикових ресурсів, до негативного впливу нестабільності на міжнародних ринках капіталу. Однак, такий початковий негативний досвід не зумовив уряд спрямувати усі зусилля на розвиток ліквідного внутрішнього ринку державних облігацій, а навпаки, зумовив переорієнтацію на дешевші зовнішні позикові ресурси, незважаючи на те, що такі ресурси несуть у собі приховані загрози майбутній фінансовій безпеці держави. Так, протягом 2001 – 2007 років частка внутрішніх запозичень від випуску ОВДП у запозиченнях здійснених за борговими операціями в основному коливалась на рівні 20 – 40%, за винятком 2002 і 2005 років коли вона була дещо вищою і становила 55% та 63% відповідно (рис. 1).

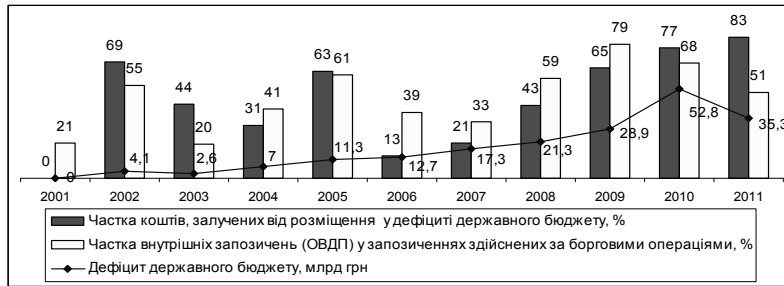


Рис. 1. Показники залучення ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету України

Джерело: складено за даними [2; 3]

Проведена реструктуризація боргових зобов'язань України у 2000 році значно вплинула на довіру інвесторів до держави як позичальника. Крім того, зниження дохідності ОВДП завдяки макроекономічній стабілізації, повільному економічному зростанню і низьким темпам інфляції, а також відсутність значних податкових пільг для власників ОВДП негативно впливали на попит на внутрішні державні облігації. У свою чергу, зростання відкритості міжнародних ринків капіталу, внаслідок покращення економічної ситуації в Україні, які пропонували кращі умови запозичень, зокрема, нижчий рівень дохідності та більш довгостроковий термін, зумовлювали переорієнтацію уряду на здійснення запозичень на зовнішніх ринках капіталу. Як наслідок, фінансування бюджетного дефіциту країни, протягом цього періоду, здійснювалось в основному за рахунок випуску зовнішніх облігацій, а емісія ОВДП зумовлювалось переважно необхідністю термінового покриття незапланованих витратків бюджету наприкінці року.

Загалом, переважання в структурі боргових запозичень уряду України зовнішніх ресурсів, негативно відобразилося на рівні економічної безпеки України та її стратегічному фінансовому потенціалі і відобразилося вже на початку 2008 року у період виникнення світової фінансової кризи. В умовах обмеженого доступу до зовнішніх джерел запозичень відбулась вимушена переорієнтація уряду на внутрішній ринок капіталу, і як наслідок, як видно з рис. 1, зростає частка внутрішніх запозичень (за рахунок випуску ОВДП) в структурі запозичень здійснених за борговими операціями для фінан-

сування державного бюджету з 33% у 2007 році до 79% у 2009 році. Зниження зазначеного показника у 2011 році до 51% пояснюється вдалим розміщенням єврооблігацій України у 2010 – 2011 роках, тобто, знову відбувається повернення на зовнішні ринки капіталу.

Використання ОВДП як основного джерела фінансування бюджетного дефіциту, з огляду на необхідність розвитку вітчизняного ринку державних облігацій та забезпечення економічної безпеки, можна вважати доволі доцільним. Однак, це вимагає від уряду розробки ефективної політики щодо розвитку внутрішнього ринку капіталу, оскільки, за умов нерозвиненості та низької місткості вітчизняного ринку капіталу, вихід держави як позичальника на ринок підвищує конкуренцію за вільні фінансові ресурси між суб'єктами господарювання та призводить до зростання вартості позикових коштів та дохідності ОВДП, що створює додаткове навантаження на державний бюджет. Не забезпечуючи залучення нових ресурсів випуск ОВДП здійснює лише перерозподіл внутрішніх ресурсів, наслідком чого може стати зменшення обсягу інвестування реального сектору економіки та зниження темпів його розвитку. Так, з настанням фінансової кризи, як на світових ринках так і в Україні, відбулось зниження попиту на ОВДП серед комерційних банків та нерезидентів, що зумовило Національний банк здійснювати викуп не розміщених ОВДП, внаслідок чого Національний банк стає основним інвестором, який протягом 2008 – 2011 років забезпечував викуп 50 – 60 % від обсягу випущених ОВДП (рис. 2).

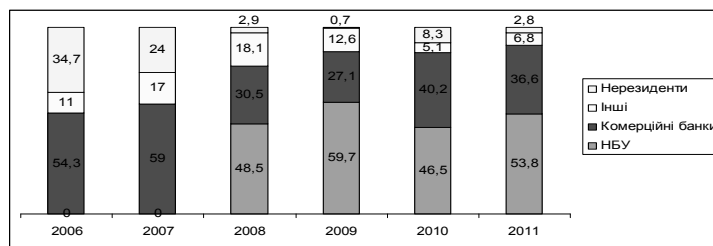


Рис. 2. Структура власників ОВДП України, %

Джерело: складено за даними [4]

Така структура власників ОВДП свідчить про те, що джерелами внутрішніх державних позик в Україні є кредитні ресурси вітчизняних комерційних банків та використання валютних резервів Національного банку, що частково надає внутрішнім позикам емісійного походження. Низька частка небанківських фінансово-кредитних установ серед власників ОВДП є підтвердженням того, що вільні заощадження юридичних та фізичних осіб не були залучені, тому фактично ОВДП стали механізмом перерозподілу наявних позикових

коштів на користь фінансування дефіциту бюджету і не стимулювали інвестиційну активність в країні.

Розглядаючи структуру коштів залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу, слід зазначити, що найбільшим попитом, протягом даного етапу користувались ОВДП строком обігу до 3-х років. Так, в структурі коштів залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу вони займають найбільшу частку, разом близько 60 – 90%, відповідно частка довгострокових ОВДП (понад 5 років) є досить незначною – до 6 % (табл. 2).

Таблиця 2. Структура коштів залучених до бюджету від розміщення ОВДП за строками обігу ОВДП та ставки їх дохідності*

Термін обігу	Частка, %				Ставка дохідності, %			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
До 1 року	12,2	66,2	56,7	33,6	13,92	19,76	11,39	7,93
Від 1 до 2 років	10,6	5,6	19,3	16,6	14,16	24,59	12,48	9,17
Від 2 до 3 років	34,3	20,8	16,4	34,2	11,69	21,43	17,44	9,77
Від 3 до 4 років	35,3	0	6,4	0	9,68	0	12,52	0
Від 4 до 5 років	7,0	1,9	1,2	9,7	15,60	15,6	13,24	8,75
Понад 5 років	0,6	5,5	0	5,9	9,64	15,6	0	9,3
Разом	100,0	100,0	100,0	100,0	14,85	20,1	12,69	8,92

Джерело: складено за даними [3]

Значне переважання короткострокових та середньострокових ОВДП свідчить про небажання інвесторів надавати кошти в борг на тривалий термін, наражаючись при цьому на низку ризиків. Крім того, можливість залучення короткострокових ресурсів за нижчою вартістю порівняно з середньо- та довгостроковими, робила для уряду даний інструмент запозичень більш привабливим. Разом з тим, така структура випущених ОВДП є досить небезпечною через можливість настання пікових платежів по обслуговуванню боргових зобов'язань, що може призвести до проблем з їх вчасного обслуговування та боргової кризи.

Загалом, здійснений аналіз розвитку вітчизняного ринку державних цінних паперів та використання їх у фінансуванні бюджетного дефіциту України, свідчить про наявність у цьому процесі багатьох негативних рис, зокрема: нестабільність, недостатній розвиток ринкових інститутів, нераціональна структура випущених ОВДП за термінами обігу, а також, високий рівень дохідності по ОВДП, що здійснює значне навантаження на державний бюджет країни. Тому, з метою підвищення ролі внутрішніх державних облігацій у фінансуванні бюджетного дефіциту України важливим є:

- випуск облігацій, індексованих на темпи економічного зростання, що допоможе розв'язати проблему платоспроможності країни у кризові періоди економічного спаду, коли необхідність обслуговування та погашення боргу вступає у протиріччя з необхідністю забезпечувати соціальні платежі. У такому разі купонні платежі за облігаціями, індексованими на темпи економічного зростання варіюються залежно від показника зростання ВВП, що відображає платоспроможність держави;
- встановлення ринкових відсоткових ставок за державними внутрішніми облігаціями і визначення їх дохідності з урахуванням темпів інфляції, зокрема, для стимулювання дрібних інвесторів дохідність по внутрішнім державним цінним паперам має бути не нижчою за альтернативні види інвестицій;

- випуск валютних облігацій внутрішньої державної позики для фізичних осіб, номіналом до однієї тисячі доларів США на термін від 1 до 5 років у паперовому вигляді на пред'явника. Для випуску валютних облігацій для фізичних осіб важливим є розширення кількості банків, через які громадяни зможуть купувати облігації, а також, визначення порядку здійснення такої угоди;

- з метою створення бази потенційних інвесторів важливим є встановлення обов'язкових нормативів розміщення активів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів в ОВДП, зокрема, в іноземних країнах такі вимоги існують для недержавних пенсійних фондів у Франції, як зобов'язані інвестувати у державні облігації ЄС не менше 50% активів, у Данії – від 60%, в Індії – 25% для недержавних пенсійних фондів та для компанії зі страхуванням життя, а для компанії з ризикового страхування – 20% [6; 7];

- поступове збільшення в структурі боргового портфелю уряду частки середньо- та довгострокових внутрішніх державних облігацій, що, в першу чергу, може бути досягнуто при зниженні інфляційних ризиків та підвищенні ступеня платоспроможності держави в очах інвесторів.

1. Державний кредит та боргова політика України [Текст]: монографія / [Лютый І.О., Зражевська Н.В., Рожко О.Д.]; за ред. І.О. Лютого. – Київ: ЦУЛ, 2007. – 360 с. 2. Закони про Державний бюджет України [Електронний ресурс] // Рахункова палата України: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/category/69625>. – Назва з екрана. 3. Інформація щодо розміщення ОВДП [Електронний ресурс] // Національний банк України: [сайт]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63639>. – Назва з екрана. 4. ОВДП, які знаходяться в обігу за сумою основного боргу [Електронний ресурс] // Національний банк України [сайт]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580. – Назва з екрана. 5. Цінні папери [Текст]: [підручник] / [В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.]; за ред. В.Д. Базилевича. – К.: Знання, 2011. – 1094 с. 6. Survey of investment regulation of pension funds [Electronic resource] / OECD Secretariat. – Available: <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/2401405.pdf>. – Name from the screen. 7. Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies [Electronic resource] / OECD Secretariat. – Available: <http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/1815803.pdf>. – Name from the screen.