

## Особливості організації ринку державних цінних паперів Італії

Тімошенко Н.М.

аспірант кафедри фінансів

Київського національного торговельно-економічного університету

У статті розглянуто досвід Італії у процесі посткризового управління показниками боргової залежності країни та дефіцитності бюджету. Визначено інструменти залучення запозичень на ринку державних цінних паперів Італії та проаналізовано механізм їх розміщення. Зроблено висновки про аспекти організації процесу запозичення коштів до бюджету, які можуть бути враховані для України.

**Ключові слова:** дефіцит бюджету, державний борг, державні цінні папери, ринок державних цінних паперів, фінансова система.

Тимошенко Н.Н. ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИТАЛИИ

В статье рассмотрен опыт Италии в процессе посткризисного управления показателями долговой зависимости страны и дефицитности бюджета. Определены инструменты привлечения заимствований на рынке государственных ценных бумаг Италии и проанализирован механизм их размещения. Сделаны выводы об аспектах организации процесса заимствования средств в бюджет, которые могут быть учтены для Украины.

**Ключевые слова:** дефицит бюджета, государственный долг, государственные ценные бумаги, рынок государственных ценных бумаг, финансовая система.

Timoshenko N.M. THE FEATURES OF THE GOVERNMENT SECURITIES MARKET OF ITALY

The article examines the experience of Italy in the process of post-crisis management indicators of the indebtedness of the country and the budget deficit. Identified instruments for borrowing in the market for government securities of Italy and analyzes the mechanism of their placement. The conclusions about aspects of the process of borrowing funds in the budget that could be considered for Ukraine.

**Keywords:** budget deficit, public debt, government securities, government securities market, the financial system.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Питання дефіцитності бюджету у кожній країні стоїть досить гостро. Незважаючи на те, що дефіцитний бюджет більшість науковців світу вважають прийнятним явищем, не можна залишати його без уваги. Тобто має бути постійна адекватна система управління. Для України, яка у своєму розвитку перебуває у постійних дисбалансових станах, процес менеджменту від'ємного бюджету країни є актуальним.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Дослідженням питань управління дефіцитом присвячені праці Дж. М. Кейнса, Г. Копіца, Дж. Кремера, Р. Манделли, М. Петрі, Дж. Тейлора, К. Сімса, О.І. Барановського, І.Ф. Бінька, О.Д. Василика, З.С. Варналія, К.С. Горячева, О.В. Герасименко. Однак з огляду на те, що зміни на фінансових ринках відбуваються дуже швидко, існує необхідність дослідження особливостей діяльності європейських держав на борговому ринку у сучасних умовах та виявлення аспектів для врахування у державній політиці управління бюджетним дефіцитом України.

**Формулювання цілей статті.** Вихідна ситуація України у сфері фінансової політики, хоч і відзначається досить низьким рівнем державної заборгованості порівняно із країнами ЄС, характеризується значним структурним дефіцитом, скорочення якого задля досягнення структурно збалансованого фінансового сальдо не очікується у середньостроковій перспективі. Натомість прогнозується збільшення навантаження на фінансову політику України внаслідок несприятливого розвитку демографічної ситуації. Поряд із цими кількісними факторами стан державних фінансів ускладнюється через інституціональні та політичні умови. Бюджетне планування базується на внутрішньоурядових, а отже, як правило, занадто оптимістичних макроекономічних прогнозах [1, с. 22].

Визначений курс країни до європейського простору має враховувати вимоги цієї спільноти до показників дефіциту бюджету та державного боргу. Особливо це є актуальним у світлі розвитку світової економіки. Адже проблему боргової залежності держав світові фінансові аналітики пов'язують з економіч-

ними потрясіннями у світі. Державні борги багатьох великих постіндустріальних країн вже є відчутним тягарем, а це основний фактор ризику загалом для всієї світової економіки. З цієї причини основні неприємності можуть прийти саме з ринку боргів. За даними офіційного сайту ЦРУ відношення державного боргу до ВВП країн Єврозони вражає [2], хоча у цьому разі варто говорити не лише про відносний показник, але й про темпи приросту (табл. 1).

Отже, наведені дані показують, що відношення державного боргу до ВВП країн Єврозони перевищує допустимі критерії. Але темп приросту цього показника не перевищує 4%, що свідчить про безболісне зростання державного боргу. В Україні ситуація набагато складніша. Хоча відношення державного боргу до ВВП у 2015 році становило 94,9%, що є меншим, ніж, наприклад, у Греції, на 96,4%, але темпи приросту в Україні дорівнюють майже 35%.

У статті розглядається політика збалансування бюджету Італії з метою виділення прийнятних для нашої держави рішень у системі управління дефіцитом бюджету.

Особливістю італійської фінансової системи є те, що вона є однією з найстаріших серед європейських країн. Своім корінням вона спиралася на грошові системи міст-держав середньовічної Італії – Флоренції, Генуї, Венеції та ін., у яких діяли перші у світі банки, обмінні пункти, кредитні уста-

нови та інші первинні елементи фінансової системи [3].

**Виклад основного матеріалу.** На сучасному етапі розвитку Італія переживає не найкращі часи. Після важкої рецесії зростання залишається слабким. Основне завдання, яке ставить перед собою уряд, – це відновлення після затяжної кризи. Зокрема, у 2014 році було опубліковано Національну програму реформ та стабільності. Високий державний борг та критичні показники дефіциту бюджету продовжують існувати в економіці Італії і є особливим джерелом ураження.

Італійський парламент прийняв закон «Про впровадження принципу збалансування бюджету» від 20 квітня 2012 року. Цей крок був запропонований новим урядом, що прийшов після відставки попередників, у зв'язку із кризовим станом країни. У 2016 році Італія запропонувала програму стабільного розвитку. Заходи з боргової безпеки мали привести до зменшення відношення державного боргу до ВВП зі 132,7% у 2015 році до 123,8% у 2019 році [4] (рис. 1).

Прогноз реалізації програми передбачав у 2016 році зменшення відношення дефіциту бюджету до ВВП на рівні 1,8%, а у 2017 році – 1,4%. Але реальні показники виявилися значно гіршими. У 2017 році уряд пропонує плановий показник на рівні 2,3% на противагу сценарію реформ, що передбачав реалізацію заходів зі зменшення відношення дефіциту бюджету до ВВП на рівні 0,2% у 2019 році. Усі

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%

Складено автором за даними [2]

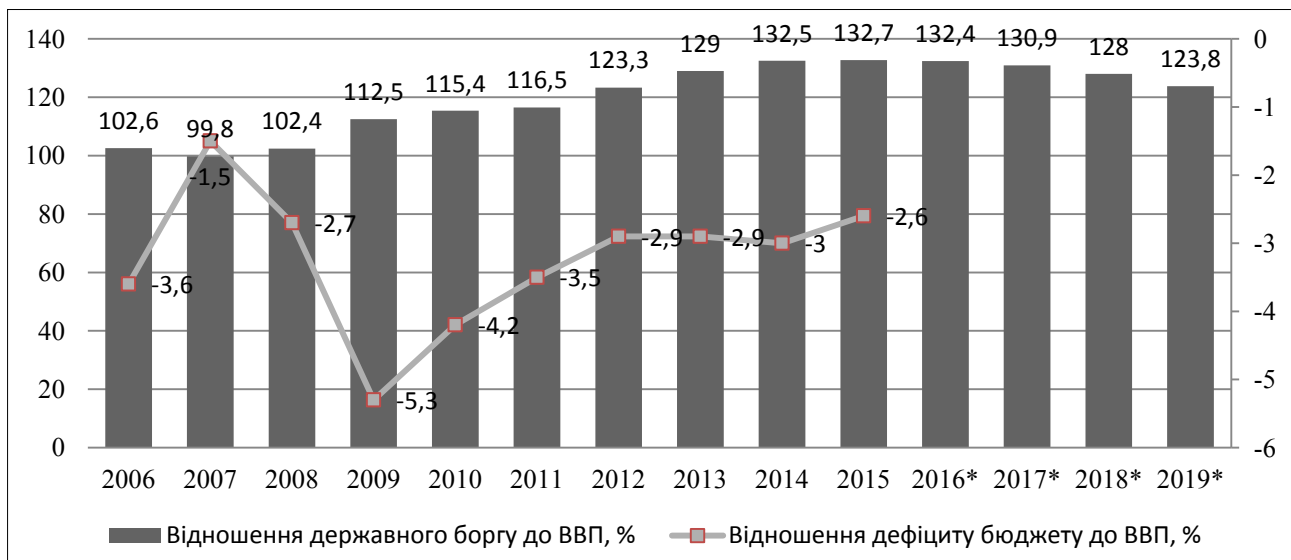


Рис. 1. Показники відношення державного боргу та дефіциту бюджету до ВВП Італії

дисбалансові показники пов'язуються із землетрусами та мігрантами [6].

Звичайно, безпосередню участь у заходах стабілізації бере ринок державних цінних паперів Італії. Уряд Італії для фінансування дефіциту бюджету активно випускає державні цінні папери. Це завдання покладено на казначейство. Ринок державних цінних паперів Італії – один із найбільших у Європі.

Цінні папери випускаються таких типів, як:

- BOTs – казначейські векселі з терміном обігу до 1 року, є дисконтними цінними паперами;

- CTZs – також дисконтні цінні папери, але їх випуск здійснюється на більший термін порівняно з BOTs (18 і 24 міс.);

- BTPs – державні цінні папери з фіксованим купоном, випускаються на термін 3, 5, 10 і 30 років;

- CCTs – облігації із плаваючою ставкою.

Державні облігації можуть бути розміщені за допомогою:

- відкритого аукціону, щоб гарантувати доступ до великої групи інвесторів і підтримувати високий рівень конкуренції та прозорості;

- банківського синдикату;

- електронних торгових майданчиків.

Міністерство фінансів та економіки Італії вважає кращими відкриті аукціони з питань розміщення нових інструментів на внутрішньому ринку, що, як правило, обмежує використання синдикату. Наприклад, облігації, пов'язані з італійською інфляцією, вперше були випущені у 2012 році і передбачалися для роздрібного ринку. Для цього використовується італійська електронна платформа.

У кінці кожного календарного року казначейство публікує «Щорічний аукціонний календар» на наступний рік разом із «Керівництвом управління державним боргом», щоби попередньо інформувати дилерів, які будуть вести політику видачі протягом року, про частоту аукціонних розміщень і профіль якості. Календар містить всі дати випуску, прес-релізи з аукціонів, згруповані за категоріями облігацій. Аукціонний календар публікується також зі специфікою для облігацій у цьому сегменті за рік, у тому числі дати випуску і погашення [7].

Крім того, чотири рази на рік виходить «Програма квартального випуску». У ній розкривається вся інформація про нові середньострокові, довгострокові та короткострокові облігації, які будуть розміщені через аукціон. І, нарешті, прес-реліз розроблений на кожен аукціон. Крім оголошення про облігації, що будуть випущені, і їхні характеристики, вказується кількість пропонованих на аукціоні, а також всі відповідні дати, включаючи дату розрахунків за облігаціями.

Аукціони з продажу державних облігацій здійснює Банк Італії, операції з обслуговування ринку – Відділ державного боргу у присутності співробітника одного і того ж банку і посадової особи (співробітника казначейства) з Міністерства економіки та фінансів (МЕФ), що представляє міністра, який несе відповідальність за регулярність аукціону. Співробітник МЕФ також може брати участь в аукціоні через відеоконференцію.

Авторизовані дилери направляють заявки на участь у торгах через Інтернет за допо-

могою Національної міжбанківської мережі. Дилери можуть поставити ставки на кожну облігацію до 11 години ранку аукціонного дня. Система автоматично відхиляє ставки понад установлений строк. Дилери можуть багаторазово коригувати свої ставки, замінюючи попередні, оскільки система враховує тільки остаточну пропозицію, зроблену в рамках терміну дії.

Крім того, відразу після закінчення аукціону інформація, яка найбільше цікавить ринок, транслюється Банком Італії, МEF, а також Bloomberg і Reuters [7]

**Висновки з цього дослідження.** З огляду на особливості організації ринку державних цінних паперів Італії можна дійти висновку про невелике розмаїття інструментів для залучення коштів до бюджету держави. Але основну увагу варто приділити процесу організації торгівлі, зокрема, анонсуванню продажів як на рік, так і щоквартально. Тобто процедура є зрозумілою для потенційних інвесторів, які заздалегідь можуть планувати розміщення власних активів. Щодо видів цінних паперів, то Італія не має великого різно-

маніття інструментів. Натомість внутрішні ринки державних цінних паперів зарубіжних країн представлені досить широким колом цінних паперів, що орієнтовані на різні категорії інвесторів. Крім того, тенденцією останніх років у зарубіжних країнах є запровадження урядом з метою залучення дешевих коштів для фінансування своїх потреб різноманітних роздрібних боргових програм. Прикладом є США, Канада і Великобританія, які досягли значного прогресу в акумулюванні та подальшій підтримці заощаджень громадян. Їх успіх забезпечений саме наявністю спеціальних урядових програм і добре організованого механізму стимулювання попиту населення на державні боргові зобов'язання. Так, досить важливу роль у системі підтримки національних заощаджень і створенні умов для вкладання громадянами коштів у державні облігації відіграють спеціальні урядові програми («New Canada Savings Bonds Program» – Канада, «Easy Saver» – США), які дають можливість власникам малого та середнього бізнесу організувати заощадження найманих працівників.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. Адаптація міжнародного досвіду управління державними фінансами (за матеріалами експертів GIZ) / Е. Бауманн, У. Бехманн, Г. Вайланд та ін. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 145 с.
2. Офіційний сайт ЦРУ. Режим доступу : <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/fields/2186.html>
3. Фінансова система Італії [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://stud.com.ua/33356/finansii/finansova\\_sistema\\_italiyi](http://stud.com.ua/33356/finansii/finansova_sistema_italiyi)
4. Assessment of the 2016 Stability Programme for Italy [Електронний ресурс] // EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE GENERAL ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS – Режим доступу : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/20\\_scps/2016/12\\_it\\_scp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2016/12_it_scp_en.pdf).
5. Офіційний сайт Міністерства економіки і фінансів Італії. Режим доступу : <http://www.mef.gov.it/>
6. Євростат. Режим доступу : <http://ec.europa.eu/eurostat>
7. Valutazione del programma nazionale di riforma e del programma di stabilità 2014 dell'ITALIA [Електронний ресурс]. – 2014. – Режим доступу : [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014\\_italy\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/swd2014_italy_it.pdf).