

УДК 336.2

О. В. Процько,
аспірант,

ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"

ІНСТРУМЕНТАРІЙ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ В УМОВАХ РОЗГОРТАННЯ ФІНАНСОВО- ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ: ОСОБЛИВОСТІ, ПРОБЛЕМИ, ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ

Розглянуті питання функціонування ринку державних цінних паперів в Україні та його удосконалення з урахуванням наслідків впливу фінансово-економічної кризи.

In this paper we focus on problems of the government securities market in Ukraine and its improvement in order to resist the global financial crisis.

Ключові слова: державні облигації, державні цінні папери, фіксований купон, інфляція, казначейські зобов'язання.

Key words: government securities under the economic and finance crisis conditions: features, problems, ways to improve.

Актуальність удосконалення фінансового інструментарію вітчизняного ринку державних цінних паперів (ДЦП) обумовлена неодноразовими наслідками впливу фінансово-економічної кризи на стан фінансової системи України: з одного боку, криза підштовхнула якісні перетворення ринку через удосконалення механізму його функціонування, з іншого — коливання ліквідності негативно позначились на ефективності його функціонування.

Дослідженням особливостей функціонування вітчизняного ринку ДЦП в різний час займалися О. Барановський, В. Геєць, Т. Вахненко, О. Гаврилюк, Г. Кучер, І. Луніна, Н. Приказнюк, Р. Рак, однак зі зміною фінансово-економічної ситуації в

Україні, спричиненою низкою зовнішніх та внутрішніх факторів, таких як: світова економічна криза, девальвація гривні, політична нестабільність, тощо, виникли нові проблеми, які потребують вирішення для того, щоб у перспективі забезпечити стабільність та ефективність ринку ДЦП.

Метою цієї статті є аналіз особливостей функціонування вітчизняного ринку ДЦП, виявлення основних недоліків з огляду на поточну фінансово-економічну ситуацію та обґрунтування напрямів усунення існуючих проблем та суперечностей, що спричинені недоліками наявних фінансових інструментів.

Ефективність функціонування ринку ДЦП у значній мірі залежить

від пріоритетів та завдань державної боргової політики. Концепцією розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки [2] в числі ключових завдань виділені такі: забезпечення можливості мобілізації необхідних коштів для виконання державою її функцій та здійснення платежів за державним боргом; фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат у середньостроковій перспективі та за умови мінімізації ризиків. Виконання цих завдань вимагає від органів управління державним боргом не тільки врахування поточної ситуації на національному і світовому фінансових ринках, а й диверсифікацію фінансових інструментів державного запозичення, хеджування курсових та валютних ризиків тощо. Важливим моментом є балансування між окремими завданнями боргової політики держави з урахуванням середньострокової та довгострокової економічної ситуації держави. Тобто, одночасне вирішення усіх завдань є неможливим на практиці, оскільки наслідки тих чи інших заходів є протилежними.

Наприклад, диверсифікація умов розміщення ДЦП (строків погашення, типу доходів, тощо) може спричинити зниження ліквідності ринку. Якщо уряд приймає рішення про розширення переліку цінних паперів, які він емітує, це, з одного боку, сприятиме розширенню кола інвесторів та надасть можливість уряду оптимізувати витрати на обслуговування державного боргу, уникнувши сплесків рівня виплат за запозиченнями. З іншого боку, значний діапазон строків, видів доходу та самих фінансових інструментів державних запозичень знижує ліквідність вторинного ринку ДЦП, оскільки інвестор, швидше за все, не буде купувати цінні папери, які не зможе продати у разі необхідності без значних для себе втрат часу та коштів. Ця обставина знижує привабливість інвестування в ДЦП, а отже і призводить до зростання вартості майбутніх запозичень. З тієї ж причини ускладнюється й управління такими запозиченнями. Врахування особливостей розпорощених позик при управлінні державним боргом вимагає не тільки додаткових ресурсів, але і є джерелом додаткових ризиків. Отже, це є першим конфліктом між завданнями державної боргової політики: розширення переліку видів емітованих державних цінних паперів веде до зниження загальної ліквідності ринку цінних паперів.

Інше завдання, вирішення якого негативно впливає на ліквідність ринку ДЦП, це мінімізація рівня витрат на обслуговування державного боргу через достроковий викуп ДЦП. З такою проблемою зіткнула-

ся переважна більшість розвинутих країн наприкінці 1990-х, коли профіцитні бюджети дозволяли достроково викуповувати ДЦП. Однак, занадто активне скорочення державного боргу загрожувало значно підірвати існуючий механізм цього ринку, що, в свою чергу, призвело б до здорожчання майбутніх запозичень. Тобто економія на обслуговуванні поточного державного боргу могла спричинити труднощі залучення фінансових ресурсів у середньостроковій перспективі.

Наведені вище особливості ринку ДЦП є спільними для більшості країн і впливають із самої природи його функціонування, але окрім них важливим є розуміння особливостей конкретного ринку. Описано окремі особливості державної боргової політики віддзеркалює структура й обсяги емісій ДЦП та їх місце в загальному обсязі державного боргу.

Як видно з рис. 1, структура державного боргу України за джерелами фінансування за останні 2 роки зазнала певних змін. З одного боку, це витіснення зовнішніх запозичень внутрішніми (ОВДП). Не останню роль у зростанні частки ОВДП у структурі державного боргу України зіграли операції з рекапіталізації комерційних банків та Нафтогазу.

Щодо ОЗДП, то через високі курсові ризики протягом 2008—2009 рр. та зниження суверенних кредитних рейтингів України їх емісія не проводилася. Рефінансування ОЗДП, строки погашення яких закінчувалися, були здійснені здебільшого за рахунок залучених коштів МВФ та Світового банку (зростання заборгованості за півтора роки склало 5,53 млрд дол. США).

Ще одна тенденція — витіснення ринкових фінансових інструментів неринковими, до яких ми відносимо і ОВДП у власності НБУ. Таким чином, на державні цінні папери станом на 31.05.10 р. припадало лише 38,4% проти 56,2% у серпні 2008 р. Варто зазначити, що значна частина з ОВДП, крім НБУ, сконцентрована у портфелях державних банків ("Ощадбанк" та ін.).

Розглянемо основні причини такої зміни структури державного боргу.

По-перше, це зниження інтересу до ДЦП з боку іноземних інвесторів через причини, про які вже йшла мова. Таке зниження ліквідності ринку не могло бути перекрите ні за рахунок внутрішніх інвесторів ні, звісно, за рахунок залучення нових іноземних позик на ринкових засадах.

По-друге, недосконалість механізму внутрішнього ринку державних паперів, що проявлявся, передусім, у незрозумілих умовах розміщення ДЦП через аукціони (які зде-

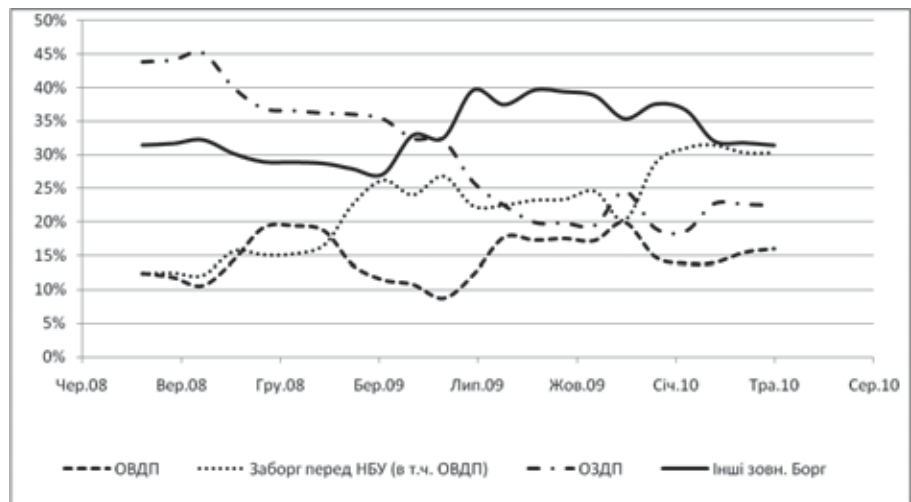


Рис. 1. Динаміка структури державного боргу України [7]

більшого використовуються розвинутими країнами для розміщення нестандартизованих цінних паперів або паперів спеціальної емісії для певної категорії інвесторів) аж до другої третини 2009 р. Такий механізм не здатний був забезпечити адекватного ціноутворення на первинному ринку ОВДП. Тому основні розміщення відбувалися за нереальними на той момент ставками дохідності і з використанням тиску на фінансові установи.

Додав складнощів і обмежений перелік фінансових інструментів у розпорядженні Уряду. Серед всіх можливих видів ДЦП отримали поширення лише ОВДП з купоном фіксованого доходу. Однак цей вид облигації має певні недоліки. Щодо внутрішнього ринку, то це, перш за все, практично повне ігнорування залучення заощаджень домогосподарств, оскільки механізм розміщення ОВДП орієнтований виключно на інституціональних інвесторів.

Іншою проблемою є високі інфляційні ризики національної економіки. Про цю проблему та один з інструментів її вирішення, а саме індексовані державні цінні папери,

поговоримо детальніше. Індексовані державні цінні папери — відносно нові фінансові інструменти, їх активне впровадження розпочалося на початку 1980-х і багато в чому було викликане економічними негараздами у 1970-х. Прибічниками такого інструменту в той час виступали такі нобелівські лауреати як Дж.Тобін та М. Фрідман.

При випуску індексованих цінних паперів держави переслідують дві основні цілі: мінімізувати витрати на обслуговування державного боргу та забезпечити гнучкість управління ним. Щодо першої, то за певні види ризику (інфляційного, валютного тощо) інвестори вимагають премію, що є вищою за збитки, які можуть бути викликані таким ризиком. Тому, перебравши такий ризик на себе, держава має змогу здешевити залучення фінансових ресурсів. Щодо гнучкості управління державним боргом, то, використовуючи облигації з виплатами, прив'язаними до ВВП, цін на нафту чи золото, уряд має змогу мінімізувати витрати на обслуговування державного боргу в періоди спаду промислового виробництва і збільшити при його зрос-

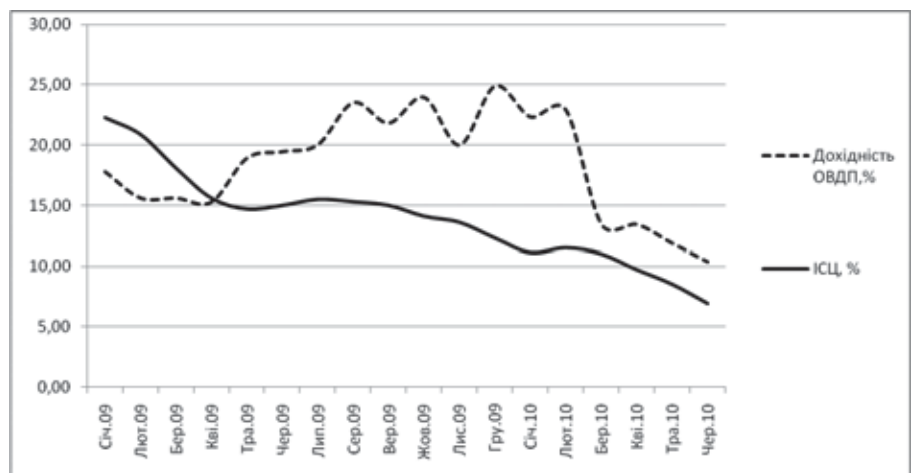


Рис. 2. Дохідність ОВДП та ІСЦ у січні 2009 — лютому 2010 рр. [6]

Таблиця 1. Розрахунок виплат за облігаціями (грн.)

		Реальна вартість			Номінальна вартість		
		2007–2009 рр.	Прогноз	IMF	2007–2009 рр.	Прогноз	IMF
Звичайна облігація	1	96,15	94,34	95,78	100,00	100,00	100,00
	2	85,85	89,00	91,75	100,00	100,00	100,00
	3	74,33	83,96	89,03	100,00	100,00	100,00
	4	70,12	79,21	86,39	100,00	100,00	100,00
	5	64,63	74,73	84,31	100,00	100,00	100,00
	6	62,44	70,50	82,28	100,00	100,00	100,00
	Погашення	624,44	704,96	822,78	1000,00	1000,00	1000,00
	Всього	1077,97	1196,69	1352,32	1600,00	1600,00	1600,00
Індексована облігація	1	25,00	25,00	25,00	26,00	26,50	26,10
	2	25,00	25,00	25,00	29,12	28,09	27,25
	3	25,00	25,00	25,00	33,63	29,78	28,08
	4	25,00	25,00	25,00	35,65	31,56	28,94
	5	25,00	25,00	25,00	38,68	33,46	29,65
	6	25,00	25,00	25,00	40,04	35,46	30,38
	Погашення	1000,00	1000,00	1000,00	1601,43	1418,52	1215,39
	Всього	1150,00	1150,00	1150,00	1804,56	1603,37	1385,80

танні. Таким чином рівномірно розподіляється навантаження на бюджет.

Загальним недоліком прив'язки дохідності облігацій до зазначених показників є зниження ліквідності ринку ДЦП. Тому країни з розвинутими фінансовими ринками використовували лише ДЦП, індексовані на темпи інфляції. Інші ризики (валютні, відсоткові, тощо) у разі потреби, хеджуються за допомогою деривативів. Країни, що використовували інші види індексованих ДЦП, зіткнулися не тільки з їх низькою ліквідністю, а й з неконтрольованістю державного боргу внаслідок перенесення додаткових ризиків.

Використання державних облігацій, захищених від інфляції, є актуальним і для України, оскільки однією з основних причин низької ефективності розміщень внутрішніх ДЦП є саме високий рівень інфляційних ризиків. До травня 2009 р., коли були змінені умови випуску ОВДП, фіксована ставка дохідності була значно нижчою за темп інфляції, що робило державні цінні папери нецікавими для інвесторів. Зміна механізму розміщення ОВДП на ринковий поставила нові проблеми перед Урядом. Середньозважена ставка дохідності розміщень від 18,9 до майже 25% річних (рис.2) є занадто високою, і не дає можливості залучити необхідну кількість фінансових ресурсів. Проблеми існують і з терміном залучень: 67% облігацій внутрішніх державних позик, випущених у 2009 р., були строком до 1 року.

Проблеми з високими ставками розміщення та короткостроковістю залучень можуть частково бути вирішені за допомогою емісії ДЦП, індексованих на інфляцію. Державні облігації, індексовані на інфляцію, за певних обставин, є вигідними як емітенту, так і інвестору. При досягненні низького рівня

інфляції країна за допомогою прив'язки виплат до ІСЦ, може скоротити витрати на обслуговування боргу. Це пов'язано з тим, що премія за ризик при розміщенні облігацій з фіксованим доходом є вищою за надбавку з виплатах за індексованими купонами, що довело Д. Кемпбелл та Р. Шіллер [9]. Особливо це стосується середньотермінових та довготермінових цінних паперів (у світовій практиці такі папери випускаються зі строком погашення 5—30 років).

Для країн з високими темпами інфляції та економічною нестабільністю облігації з індексованим купоном є зручним інструментом для покращення якості свого боргу, що особливо актуально для України. При високих сплесках інфляції держава отримує свого роду сеньйораж, тобто у держави є додатковий захист від втрат через випуск ОВДП з індексованим рівнем дохідності. Наступні витрати по обслуговуванню розміщень напряму залежить від рівня інфляції. При розміщенні у період з високим темпом інфляції, але прогнозами щодо їх скорочення, виникає можливість емітувати облігації з дохідністю, що є прийнятною для інвесторів і необтяжливою для державного бюджету.

Специфіка таких цінних паперів робить їх цікавими, передусім, для інституційних інвесторів, що мають намір тримати їх до погашення, страхових компаній, пенсійних фондів. Останні вже достатньо довго потребують надійного фінансового інструменту для збереження своїх активів.

Серед проблем, що супроводжували цей інструмент у розвинутих країнах, -негативний вплив на ліквідність ринку ДЦП. Як вже зазначалося, це пов'язано з особливостями основних держателів цих цінних паперів. Після первинного розміщення індексовані облігації у більшості випадків тримаються до

погашення. Ще одна проблема пов'язана з ефектом витіснення, оскільки значна частина фінансових ресурсів переливається з сегменту ДЦП з фіксованим купоном (які є більш ліквідними) до сегменту ДЦП з індексованим купоном.

Щодо аргументів противників випуску облігацій з індексованим доходом, вони зводяться до того, що такі папери послаблюють вбудований стабілізатор рівня інфляції в національній економіці. Мова йде про скорочення споживчих витрат тими, хто втрачає капітал під дією інфляції. Хоча такий аргумент є суперечливим, адже, не маючи надійного інструменту вкладення коштів, економічні агенти намагаються швидше позбавитися від грошей, які знецінюються, ще більше розкручуючи інфляцію.

Важливим при розміщенні індексованих облігацій є урахування особливостей їх обслуговування відповідно до характерного для національної економіки інфляційного середовища. Проілюструємо це розрахунком витрат на обслуговування ОВДП з фіксованим купоном та індексованим купоном [10]. Номінал — 1000 грн. Виплата доходу здійснюється двічі на рік. Фіксована ставка дохідності 20% (середньозважена ставка ринкових розміщень у 2009 р.). Ставка дохідності індексованої облігації 5%. Термін погашення — 3 роки.

Розглянуто три сценарії розвитку інфляції в Україні: песимістичний — за значеннями ІСЦ у 2007—2009 рр. [3]; нейтральний (при стабільних темпах інфляції на рівні 13% річних); оптимістичний (за даними МВФ [4]). Результати розрахунків представлені у табл. 2.

Як видно з результатів розрахунку, розміщення індексованої облігації з доходом 5%, у випадку помірної інфляції, потребує майже однакових витрат на обслуговування як і 20% облігація. Основна різниця полягає у розподілі виплат у часі: якщо для звичайної облігації виплата купонів становить близько 37% і розподіляється рівномірно протягом усього терміну обігу, то по індексованих облігаціях на купонний дохід припадає всього 12%.

Ще один аспект, на який слід звернути увагу, це особливість у витратах на обслуговування індексованих облігацій. Відповідно до рівня інфляції характер навантаження на бюджет змінюється від притаманного для купонної облігації (при низьких темпах інфляції) до притаманного дисконтній. У нашій ситуації витрати на виплату купонного доходу незначні, однак при погашенні номіналу навантаження на бюджет підвищується у порівнянні зі звичайними облігаціями, що необхідно враховувати в процесі управління дер-

жавним боргом. Саме через це розповсюджена практика по рефінансуванню погашення індексованих облігацій через емісію аналогічних цінних паперів. В умовах України такий лаг може бути використаний для зниження витрат бюджету на обслуговування державного боргу на період посткризової стабілізації економіки.

Песимістичний і оптимістичний прогнози були розглянуті з метою виявлення особливостей витрат по обслуговуванню індексованих облігацій залежно від фази економічного циклу та прогнозів макроекономічних показників. Як видно з результатів розрахунку, при зростанні інфляційних очікувань для держави доцільним є утриматися від розміщення індексованих цінних паперів. І навпаки, при високому рівні інфляції, але маючи передумови для стабілізації економічної ситуації, таке розміщення здатне скоротити витрати держави на обслуговування боргу. При таких розрахунках не бралася до уваги ризикова премія, що вимагається інвесторами при високих інфляційних ризиках. Така премія може значно перевищувати розмір компенсацій, виплачених урядом через інфляцію за індексованими облігаціями.

Ще одним моментом, який суттєво впливає на успішність використання індексованих ДЦП, є організація механізму їх первинного та вторинного ринку. Первинне розміщення таких цінних паперів, як правило, проводиться на аукціонах за конкурентними та неконкурентними заявками. Емітент залишає за собою право на задоволення заявки повністю, задоволення в обмеженому обсязі або відхилення заявки. Залежно від умов емісії розміщення відбуваються через синдикати банків або інституційних інвесторів, первинних дилерів або напряму через електронні системи (на зразок *treasurydirect* у США). Щодо України, то механізм аукціонного розміщення ДЦП вже достатньо добре відпрацьований.

Невирішеним залишається питання організації роздрібно-системного розповсюдження і розрахунків по державних облігаціях, що сприяло б мобілізації заощаджень населення. Випуск казначейських зобов'язань був одним із логічних кроків Уряду із залучення заощаджень домогосподарств, але за умов цінової нестабільності він залишився непоміченим. З випущених казначейських зобов'язань загальним номіналом 200 млн грн. (такі цінні папери номіналом 500 грн. мають строк обігу 1 рік, і 4 купони по 20 грн. [1]. (дохідність 16%)), за останні півроку було розміщено всього 1,419 млн грн. [5].

Крім того, в умовах перманентної недовіри населення до банків (за період з вересня 2008 до березня 2009 тільки з депозитних рахунків у національній валюті домогосподарствами було вилучено 30,2 млрд грн. або 23,3% [8]), у випадку розміщення ДЦП за допомогою зручної і зрозумілої системи державі вдалось би залучити значні обсяги фінансових ресурсів.

Щодо вторинного ринку таких фінансових інструментів, то, залежно від пріоритетів державної боргової політики, існують значні відмінності у його структурі, активності маркет-мейкерів і міри участі держави. В одних країнах основними покупцями є пенсійні фонди (Канада, Швеція), в інших — нерезиденти (Франція, Нова Зеландія), треті досягли залучення значної кількості інвесторів різного типу (США, Англія). Залежно від типу інвесторів, що переважають на ринку, будується і відмінна система функціонування вторинного ринку. Загальною ж особливістю є нижча ліквідність ринку індексованих облігацій порівняно зі звичайними, що особливо характерно для ринку з малим колом інвесторів.

Отже, підсумовуючи викладене, слід зазначити, що основним недоліком вітчизняного ринку державних цінних паперів є невідповідність наявного інструментарію інтересам різних груп інвесторів. Особливо яскраво це проявляється в умовах високих інфляційних ризиків національної економіки. Випуск ОВДП, індексованих на інфляцію, може поживати ринок ДЦП навіть у періоди економічної нестабільності. Впровадження цього інструменту позитивно вплине і на вирішення низки інших завдань, зокрема, зниження середньої ставки державних запозичень на внутрішньому ринку, зниження бюджетного навантаження з обслуговування державного боргу, залучення середньострокових фінансових ресурсів. Для цього доцільно розміщувати такі цінні папери зі строком погашення 3—5 років та ставкою дохідності до 5%.

Серед перспективних напрямів роботи можна виділити залучення заощаджень населення за допомогою захищених від інфляції облігацій і розбудова відповідної системи їх розповсюдження та обслуговування; забезпечення інституційних інвесторів надійними фінансовими інструментами, номінованими у національній валюті з терміном обігу 10–20 років. Одночасно необхідно враховувати ризики, які викликає розміщення таких цінних паперів. Насамперед, це ризик зниження ліквідності внутрішнього ринку ДЦП, залежність вартості та характеру обслуговування

від темпів інфляції. Облігації з індексованим рівнем дохідності можуть зменшити неочікуваність і несправедливість перерозподілу доходу через інфляцію, тим самим підвищивши фінансову стійкість окремих фінансових інститутів. Втім, уряд як боржник виграє від інфляції, тому і впровадження такого виду фінансових інструментів гальмується.

У цьому контексті слід зазначити, що перспективним напрямом подальших досліджень ринку ДЦП в Україні є питання удосконалення інституційної моделі його функціонування з урахуванням потреб суб'єктів цього ринку.

Література:

1. Про випуск казначейських зобов'язань: Постанова Кабінету Міністрів України № 362 від 14.04.2009 р. [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KP090362.html.
2. Про схвалення концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009—2013 роки: Постанова Кабінету Міністрів України № 316-р від 25.03.2009 р. [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KR090316.html.
3. Макроекономічні показники України: Інформація Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: www.ukrstat.gov.ua.
4. Макроекономічні показники країн: Звіт МВФ [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/index.htm>.
5. Про стан державного боргу України: Звіт МФУ [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: http://www.minfin.gov.ua/uk/publish/archive/main?cat_id=240945.
6. Звіт НБУ про дохідність ОВДП на первинному ринку [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: http://bank.gov.ua/Fin_ryn/OVDP/OVDP_mis.xls.
7. Звіт МФУ про ринок ДЦП України [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: http://www.minfin.gov.ua/uk/publish/category/main?cat_id=32830.
8. Статистичний бюлетень НБУ [Електронний ресурс]. — Шлях доступу: <http://bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>.
9. Campbell J., Shiller R. A Scoreboard for Indexed Government Debt // NBER Working Paper № 5587. — 1996. — May.
10. Peters D.W. The behavior of government of Canada real return bond returns // International Review of Financial Analysis. — 2007. — № 6. — P. 152—171.