

Т. П. Моташко,  
аспірант кафедри фінансів економічного факультету,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

## НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ АКТИВНОСТІ НАСЕЛЕННЯ НА ВНУТРІШНЬОМУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ УКРАЇНИ

*Досліджено проблеми функціонування внутрішнього ринку державних запозичень України. Розроблено рекомендації щодо підвищення інвестиційної привабливості внутрішнього ринку державних запозичень України та активізації участі населення на ньому.*

*The problems of the internal market in government debt of Ukraine are studied. The recommendations for increasing investment attractiveness of Ukrainian domestic borrowing market and the intensification of popular participation in it.*

*Ключові слова: державні запозичення, державні цінні папери, фінансові інструменти.*

### ВСТУП

На сьогодні участь населення у внутрішньоборгових операціях уряду є гранично низькою. Їх діяльність як інвестора на ринку державних цінних паперів та кредитора держави значно відстає у порівнянні з аналогічною діяльністю населення розвинених країн. Крім того, існує ряд проблем, які гальмують як розвиток ринку державних цінних паперів загалом, так і активізацію участі населення на ньому. Це, зокрема, низький рівень довіри українців до держави як позичальника; відсутність повномасштабної рекламно-роз'яснювальної кампанії з боку уряду; ризик девальвації національної валюти при інвестуванні у гривневий актив та ін.

Враховуючи зазначене в сучасних умовах необхідним є здійснення низки концептуальних заходів щодо забезпечення подальшого розвитку ринку державних цінних паперів та перетворення його на ефективно функціонуючий механізм залучення коштів населення державою.

Проблеми державних запозичень були предметом досліджень класиків економічної думки, таких як А. Вагнер, Дж. М. Кейнс, Дж. Лок, А. Сміт та ін. Серед західних економістів та науковців державні запозичення широко розглядаються у працях Р. Барро, А. Лернера, К. Рейса, Дж. Стігліца та М. Фрідмена. Чимало досліджень у цій сфері проводилося й вітчизняними вченими-економістами, таким як В. Базилевич, О. Барановський, О. Василик, Т. Вахненко, Г. Кучер, В. Корнєєв, І. Лютий, Л. Новосад та інші. Однак, враховуючи наукові напрацювання вітчизняних та зарубіжних вчених із вказаної проблематики, існує потреба у її подальшому дослідженні.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою статті є дослідження проблем функціонування внутрішнього ринку державних запозичень України, розробка рекомендації щодо підвищення його інвестиційної привабливості й активізації участі населення на ньому.

При написанні статті використовувались методи логічного і порівняльного аналізу, діалектичний та логічний методи, метод аналізу і синтезу та інші.

### РЕЗУЛЬТАТИ

З метою залучення населення на внутрішній ринок боргових цінних паперів держави необхідно створити умови, які заохочували б дрібних інвесторів до участі у кредитуванні держави. На сьогодні такими умовами та основними засобами розвитку внутрішнього ринку державних запозичень і активізації населення на ньому мають стати вдосконалення організаційної бази функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів та підвищення інвестиційної привабливості внутрішніх боргових зобов'язань держави [1, с. 380].

Для розширення бази інвесторів у державні цінні папери та підвищення рівня заощаджень варто забезпечити прозорість ринку державних цінних паперів та доступність і зрозумілість умов інвестування у такі інструменти. Для населення, яке виступає у якості роздрібного інвестора, важливо володіти інформацією, що стосується ціни придбання, дохідності, умов виплати відсотків, дострокового погашення, погашення основної суми після закінчення строку та ін.

Якщо умови випуску є деякою мірою нетиповими, наприклад, якщо цінний папір прив'язується повністю або частково до змін індексу роздрібних цін, то інвестор слід детально роз'яснити розрахунки і умови, за яких дані цінні папери можуть забезпечувати більшу чи меншу прибутковість у порівнянні з державним цінним папером з фіксованим відсотком з тією метою, аби інвестор міг прийняти усвідомлене рішення про те, інвестувати кошти чи ні.

Ішим фактором, який є визначальним у інвестиційних смаках населення та пояснює дистанційованість власників коштів від інвестування у фінансові інструменти держави є низький рівень довіри. Тому державні органи, що є емітентом, повинні забезпечити своєчасне і повне виконання своїх зобов'язань, пов'язаних з цінними паперами, особливо заходів з погашення відсотків і основної суми заборгованості, включаючи будь-які права на дострокове погашення у разі їх здійснення. Будь-яке порушення зобов'язань у цій галузі внаслідок будь-яких причин буде мати негативний вплив на довіру з боку інвесторів. Це може значно знизити попит на державні

цінні папери в майбутньому, що призведе до зростання вартості фінансування для уряду.

Отже, інвестиційні якості державних цінних паперів залежать від здатності держави-емітента розрахуватися за заборгованістю, тобто повернути борг та сплатити дохід за ними. Виходячи із зазначеного, для аналізу інвестиційних якостей боргових інструментів держави варто враховувати наступні три моменти.

1. Здатність держави, яка виступає у якості позичальника, розрахуватися за заборгованістю (повернути борг).

2. Здатність виплатити відсотки за позикою.

3. Кредитні позиції держави.

Неабияке значення для населення має складність здійснення операцій з державними цінними паперами та її вартість. При цьому особливе значення мають ті витрати, які можуть бути нараховані прямо на нього, адже вони можуть виявитися непропорційно високими при здійсненні операцій з маленьким обсягом. Отже, роздрібному інвестору потрібна проста та економічна система.

Важливим фактором, що є визначальним у формуванні рівня інвестиційної привабливості того чи іншого інструменту та впливає на рішення населення як інвестора та кредитора, є ризик. Загалом інвестор, оцінюючи інвестицію, порівнює очікуваний дохід з можливими втратами від різноманітних ризиків, пов'язаних з цією інвестицією. Головними ризиками вкладення коштів у державні цінні папери, з якими може стикнутися населення, купуючи державні цінні папери, є ризик від знецінення національної грошової одиниці, ризик збільшення темпів інфляції відносно очікуваних показників та типовий ризик для позичальника — ризик неповернення кредиту, або, іншими словами, дефолт. Роздрібний інвестор буде, як правило, проявляти велику неприйнятність до ризику в порівнянні з оптовим інвестором і для нього особливо привабливими будуть ті інвестиції, які виключають можливість номінальної втрати.

Проблемою функціонування вітчизняного внутрішнього ринку державних цінних паперів є відсутність таких цінних паперів, які задовольнили б смаки потенційних інвесторів. Вагомим засобом її вирішення є диверсифікація державних цінних паперів. З цією метою уряд має докласти зусиль для того, аби продати роздрібним інвесторам державні цінні папери, які раніше купувалися винятково або переважно оптовими інвесторами, або модифікувати чи адаптувати ці інструменти з тим, щоб більшою мірою задовольняти смаки роздрібних інвесторів. Іншим напрямом забезпечення розширення спектра державних цінних паперів є введення нових типів державних зобов'язань, як правило, неринкових, спрямованих виключно на роздрібних інвесторів. Крім того, можливе поєднання обох варіантів.

Однак, незалежно від обраного варіанта розширення видів державних цінних паперів уряду варто запропонувати на ринку внутрішніх запозичень цінні папери з різними типами дохідності, строковістю та умовами обігу.

Щодо строковості державних цінних паперів, то населення більшою мірою цікавлять короткострокові та середньострокові фінансові інструменти, адже інвестор не бажає надавати кошти в борг на тривалий термін та наражатися на низку ризиків. Саме з цієї причини вико-

нання положення економічної теорії щодо відповідності терміну позику терміну функціонування об'єктів, що фінансуються позиками, є неможливим. Збільшення ж частки довгострокових зобов'язань у борговому портфелі уряду може бути досягнуто лише при зниженні інфляційних ризиків та підвищенні ступеня платоспроможності держави в очах інвесторів.

При визначенні дохідності державних цінних паперів пріоритетною ціллю для уряду виступає зниження вартості запозичення, а для населення, яке виступає в якості інвестора, — отримання максимального прибутку та збереження реальної вартості інвестованих коштів [1, с. 380]. З цих позицій в умовах низького і стабільного рівня інфляції індивідуальні інвестори, як правило, віддають перевагу більш простим типам цінних паперів, наприклад: облігаціях з фіксованою відсотковою ставкою, а не з плаваючою процентною ставкою; остання зазвичай викликає більший інтерес з боку професійних або оптових інвесторів. Облігація з фіксованою процентною ставкою забезпечує впевненість в отриманні номінального доходу, що може виявитися привабливим для інвесторів, котрі не допускають ризик, для тих, кому потрібен гарантований дохід, або для тих, хто частково піддався "грошовій ілюзії".

Там, де рівень інфляції високий і / або нестабільний, особливо там, де перспективи інфляції неясні, індивідуальні інвестори можуть проявляти "сильний апетит" до облігацій, індексованих відповідно до рівня інфляції, щоб захистити купівельну спроможність свого капіталу навіть протягом досить короткого відрізка часу [4]. Отже, населення зацікавлене вкладати свої кошти у державні цінні папери лише за умови перевищення розміру відсоткової ставки за ними за темпи інфляції. При їх падінні нижче за темпи інфляції громадяни віддають перевагу триманню своїх коштів на рахунках у банках або ж витрачання коштів на придбання товарів і послуг, іноземної валюти тощо.

Таким чином, з метою збалансування інтересів емітента і покупців державних цінних паперів та підвищення попиту з боку населення, варто запровадити такі інструменти, дохідність за якими встановлювалася б із врахуванням темпів інфляції, наприклад, щоб дохідність за цінними паперами для населення перевищувала показник інфляції на фіксовані 2—4%. Адже саме низький рівень доходу, який значно нижчий за показник інфляції, є однією із проблем, що стримують розвиток ринку внутрішніх державних запозичень України та, відповідно, участь населення у кредитуванні держави. Досвід зарубіжних країн переконує у тому, що запровадження таких інструментів сприяє розширенню ринку та подовженню термінів державних запозичень. Так, у Мексиці після фінансової кризи 1994—1995 рр. через випуск облігацій з плаваючою ставкою і облігацій, прив'язаних до темпів інфляції, середній термін внутрішніх боргових зобов'язань уряду було подовжено з 8 місяців у 1995 р. до 25 місяців у 2001 р. [1, с. 380].

Крім того, аби стимулювати населення до інвестування коштів у державні цінні папери, їх дохідність, з нашої точки зору, має бути порівнюваною з дохідністю банківських депозитів. Однак у момент досягнення критичної маси споживачів — повинна бути знижена, враховуючи мінімальний ризик та високі гарантії.

Успішним, на наш погляд, було б розміщення лотерейних облігацій, як, наприклад, у Великобританії та Швеції [5]. Зокрема, такі облігації могли б випускатися у вигляді зобов'язань на пред'явника. Доходи по них слід виплачувати не тільки у вигляді плаваючої процентної ставки, що залежить від прибутковості даного фінансового активу, але й у формі неоподатковуваних податком виграшів [2, с. 76].

Одним із напрямів диференціації інструментів ринку державних цінних паперів може стати випуск цінних паперів, які відповідали б напрямам використання залучених коштів (наприклад, "житлові облігації" — для спорудження житла, медичне забезпечення, розвиток бізнесу та отримання вищої освіти, соціальні перетворення).

Отже, розширення урядом пропозиції державних фінансових інструментів для населення сприятиме і задоволенню інвестиційних потреб учасників ринку, і підвищенню ліквідності внутрішнього ринку та дозволить знизити вартість державних запозичень.

Значною проблемою функціонування вітчизняного ринку внутрішніх державних запозичень є низький рівень інформаційної культури населення як власника надлишкових грошових коштів. Саме тому, після прийняття рішення про тип цінного паперу, що вводиться, необхідно провести рекламну кампанію. Вона може проводитися з використанням будь-яких засобів: газет і журналів, плакатів, телебачення і радіо, рекламних кампаній, що використовуються фірмами для зв'язків з громадськістю, безпосередньо агентами з продажу або іншими торговими точками.

Запорукою ефективного функціонування ринку внутрішніх запозичень і активної участі населення у фінансуванні бюджету країни є гарно налагоджена та розвинута дистрибуційна система (система управління борговими інструментами держави). Продаж фінансових інструментів індивідуальному інвестору може бути складною і трудомісткою операцією, пов'язаною до того ж з великими витратами. Будь-які помилки або збої в практичних заходах можуть призвести до непропорційно великої втрати довіри до емітента. Для проведення детальних операцій з величезним числом дрібних інвесторів може знадобитися велика кількість конторських службовців. Міністерство фінансів і центральний банк можуть не мати ні можливості, ні прагнення взяти на себе це завдання, особливо, якщо мета полягає в організації продажів не тільки в основних населених центрах, але і в більш широкому масштабі. У вітчизняній практиці розповсюдження державних цінних паперів серед населення проводиться безпосередньо ВАТ "Ощадбанк". Однак, як свідчить практичний досвід, придбати боргові зобов'язання держави індивідуальні інвестори можуть лише у центральному представництві. Саме такий стан речей, з нашої точки зору, породжує проблему відсутності попиту на такі фінансові інструменти. Вагомим засобом вирішення зазначеної проблеми є розширення доступу потенційних інвесторів до державних цінних паперів. Для досягнення цієї мети може бути створена окрема організація, така як, наприклад, Агентство інвестицій та заощаджень Канади або Національне агентство заощаджень та інвестицій у Великобританії. Національне агентство заощаджень та інвес-

тицій, у свою чергу, використовує в якості своїх агентів поштамт з усіма його відділеннями зв'язку по всій країні [3].

Крім того, важливим завданням розвитку ринку внутрішніх державних запозичень та підвищення ролі населення на ньому є забезпечення стабільно працюючого вторинного ринку державних цінних паперів. Адже інвестор повинен бути впевнений, що у будь-який момент може реалізувати державний борговий інструмент, який, до речі, має передбачити можливість дострокового погашення. Варто також забезпечити можливість ширшого застосування їх у розрахунках, наприклад, прийняття на погашення заборгованості перед бюджетом та для викупу майна з податкової застави.

Одночасно, враховуючи навіть те, що необхідність у процедурах, спрямованих на попередження або на захист від кредитного ризику вкладення коштів населення у державні цінні папери, є значно меншою, ніж у випадки з іншими типами інвестицій, уряд має забезпечити надійність та компетентність дистрибуційних установ. Адже нездатність дистриб'ютора ефективно та надійно виконувати операції з державними фінансовими інструментами для населення може привести до підриву репутації ринку державних цінних паперів у цілому.

## ВИСНОВКИ

Отже, втілення на практиці запропонованих нами заходів сприятиме розвитку фінансових інструментів держави, підвищенню їх надійності та інвестиційної привабливості, що стане основою розширення кола інвесторів на внутрішньому ринку державних запозичень та забезпечення високого рівня попиту на державні цінні папери. При цьому розвиток інструментарію внутрішніх державних запозичень, спрямованих на залучення грошових коштів населення та підтримку їх заощаджень, а також створення відповідної інфраструктури, доступної для громадян та надійної, мають стати ключовими напрямками економічної політики держави.

### Література:

1. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т. Т.2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — 442 с.
2. Рак Р.В. Інновації на ринку державних цінних паперів України / Р.В. Рак // Фінанси України. — 2009. — № 12. — С. 72—80.
3. Debt and reserves management report 2009-10: [Електронний ресурс]. — UK Debt Management Office. — Режим доступу: / [http://www.dmo.gov.uk/documentview.aspx?docname=remit/drmmr0910.pdf&page=Remit/full\\_details](http://www.dmo.gov.uk/documentview.aspx?docname=remit/drmmr0910.pdf&page=Remit/full_details)
4. McConnachie Robin. The retail market for government debt: [Електронний ресурс] / Robin McConnachie: Bank of England. — 1997. Режим доступу: // <http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf>
5. Non-marketable Debt Instruments Issued to retail investors in Various Countries: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // [http://finmin.nic.in/the\\_ministry/dept\\_eco\\_affairs/IR&RSI/annex12.pdf](http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/IR&RSI/annex12.pdf)