

І. М. Браткова, аспірантка відділу фінансових ринків
ДННУ “Академія фінансового управління”

ВДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТРУМЕНТІВ РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УРЯДУ В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНИХ ТЕНДЕНЦІЙ

Розглянуто основні характеристики ліквідного ринку державних цінних паперів, проаналізовано його стан в Україні, виокремлено основні типи інструментів позики, що емітуються урядами іноземних країн, їх поширеність і можливість використання у вітчизняній практиці.

Рассмотрены основные характеристики ликвидного рынка государственных ценных бумаг, проанализировано его состояние в Украине, выделены основные типы инструментов займа, эмитируемые правительствами иностранных государств, их распространенность и возможность использования в отечественной практике.

The article examines the main characteristics of a liquid market for government securities and analyzes its status in Ukraine. Scholars allocate major credit instruments issued by foreign governments, their prevalence and the possibility of use in domestic practice.

Ключові слова. Державні облігації, ліквідність ринку державних цінних паперів, облігації з фіксованим доходом, валютні облігації внутрішньої державної позики, облігації, індексовані відповідно до змін валютного курсу.

Вступ. У сучасних умовах розвитку світового господарства зростання ролі глобалізаційних процесів цілком очевидно. Особливо це стосується фінансової складової функціонування держави. Виступаючи головним засобом залучення коштів на внутрішньому фінансовому ринку, сектор державних запозичень набуває неабиякої актуальності. Зрозуміло, що наявні недоліки функціонування вітчизняного ринку боргових інструментів уряду слід усувати з урахуванням досвіду інших країн.

Серед вітчизняних науковців значний внесок у дослідження функціонування ринку державних запозичень здійснили В. Базилевич, І. Лютий, В. Опарін, В. Федосов, О. Барановський, А. Гальчинський, Т. Вахненко та ін. Проте сучасні умови, що склалися у країні, обумовлюють необхідність удосконалення наявних інструментів державної позики для залучення додаткових коштів до державного бюджету.

Постановка завдання. Мета статті – визначення особливостей функціонування вітчизняного ринку державних цінних паперів з точки зору його ліквідності, а також видової різноманітності інструментів позики з урахуванням світової практики у даному аспекті.

Результати дослідження. Ринок державних цінних паперів, виступаючи в якості важливого джерела внутрішніх державних запозичень, є невід’ємною складовою фінансової системи будь-якої країни. Важливою умовою ефективного функціонування ринку державних інструментів позики виступає високий рівень його ліквідності. Так, якщо ринок недостатньо ліквідний, підвищуються ризики цінової волатильності, що може негативно відобразитись на рівні відсоткових ставок та збільшити вартість нових запозичень, а також вплинути на проведення грошово-кредитної політики.

© І. М. Браткова, 2014

Найчастіше ліквідним називають ринок, на якому значні операції здійснюються швидко та без значної втрати у ціні. До основних характеристик ліквідності ринку належать [1, 10–12]:

➤ Глибина – вимірник ємності ринку, тобто показує можливий обсяг заявок, які ринок готовий задовольнити у даний момент часу, характеризується такими показниками, як сумарний торговий оборот, обсяг заявок на купівлю та продаж у певний момент часу чи за певний часовий інтервал (відображає потенційний попит на угоди). Чим вище значення глибини ринку, тим він ліквідніший.

➤ Щільність характеризує рівень витрат, пов'язаних з укладенням угоди, та становить відхилення цін угод від середньоринкових. Чим нижче значення спреду між цінами попиту та пропозиції, тим вища ліквідність ринку.

➤ Пружність відображає швидкість повернення ринку після угоди до свого нормального стану (величини спредів, обсягів заявок).

Слід зауважити, що ліквідність вітчизняного ринку державних цінних паперів поки що залишається невисокою. Зокрема, ціни, за якими укладаються угоди, мають значний рівень волатильності як у межах конкретного інструменту, так і в межах ринку в цілому.

Причинами недостатньої ліквідності ринку державних облігацій можуть бути цілий ряд факторів, але головними та найвпливовішими серед них виступають:

– Структура інвесторів. Наявність широкого кола учасників із різноманітними інвестиційними можливостями та потребами у здійсненні операцій значно сприяють підвищенню ліквідності ринку. Проте крупними інвесторами на вітчизняному ринку державних цінних паперів були й залишаються комерційні банки та Національний банк України, тоді як присутність інших учасників досить незначна (рис. 1).

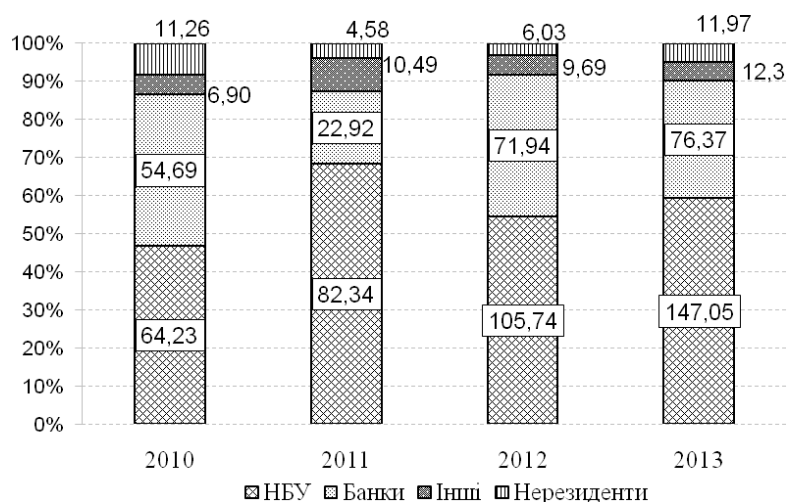


Рис. 1. ОВДП, що перебували в обігу за сумою основного боргу протягом 2010–2013 рр., млрд грн [3]

– Достатність фінансових інструментів. Ринок державних цінних паперів, що характеризується незначною кількістю інструментів, негативно впливає на інтерес інвесторів до таких інструментів, що знижують ліквідність.

– Прозорість ринку. За рахунок інформаційної доступності для такого ринку характерне підвищення його ефективності, збільшення кількості учасників, а також зростання довіри до

процесу ціноутворення. Це стосується як первинного, так і вторинного ринку державних облігацій. Способами досягнення такого стану можуть слугувати попереднє затвердження графіка розміщення державних цінних паперів і публікація інформації про проведені аукціони [1, 10–11; 2, 72–73].

Розглядаючи існуючу структуру власників державних облігацій, важливо звернути увагу також на наявні інструменти уряду та розглянути можливість створення нових гнучких державних боргових продуктів. Їх виведення на ринок сприятиме розширенню кола потенційних інвесторів завдяки виникненню ефекту хеджування фінансово-валютних ризиків. Зниження ризиковості об'єктивно збільшить обсяги заявок на купівлю держоблігацій та зменшить вартість таких запозичень.

Аналізуючи поширеність того чи іншого виду державних облігацій, зазначимо, що у вітчизняній практиці найширше використовуються облігації з терміном обігу від 1 до 5 років, тобто середньострокові облігації. Позитивною тенденцією необхідно назвати зростання в останні роки частки довгострокових ОВДП з терміном обігу, що перевищує 5 років.

Проте в останні роки все більшої актуальності набувають питання аналізу не лише структури державної заборгованості за строками, але й за умовами виплати доходу за такими інструментами.

Цілком очевидно, що вітчизняний ринок державних облігацій залишається недостатньо диверсифікованим, на ньому й досі не обертаються такі боргові інструменти, як державні облігації з плаваючою відсотковою ставкою, та облігації, індексовані відповідно до рівня інфляції.

У більшості країн світу, як і в Україні, найпоширеніший вид державних облігацій – звичайні купонні облігації, дохід за якими фіксований. Проте серед сучасних тенденцій розвитку ринків державних запозичень спостерігається урізноманітнення інструментарію позик, коли виплата доходу залежить від економічної ситуації, що склалась у країні (рис. 2).

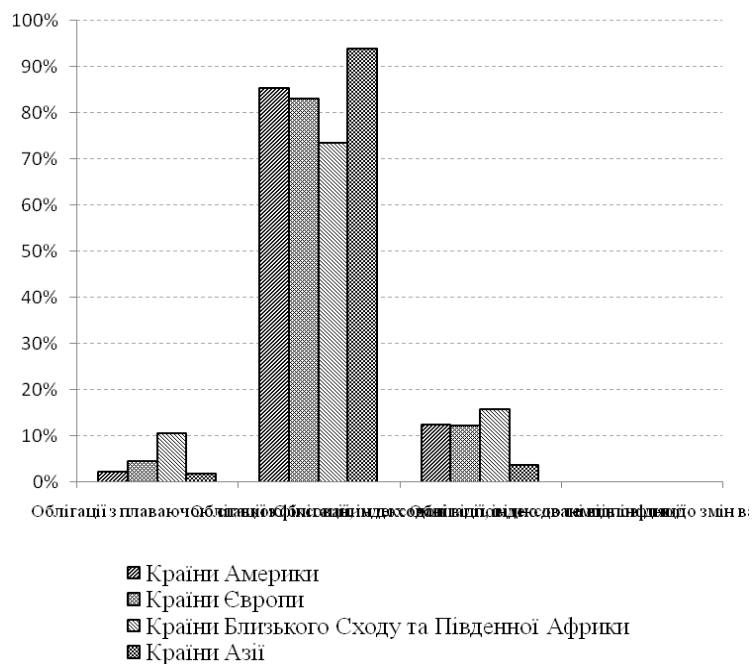


Рис. 2. Державні облігації за типом інструменту, що обертались на світових ринках у 2012 р. [4]

Аналізуючи структуру заборгованості за даним критерієм, можна виділити такі види державних облігацій:

– Облігації з фіксованим доходом – рівень номінального відсоткового прибутку визначається заздалегідь і виплачується кілька разів на рік. Основна сума виплачується наприкінці терміну погашення.

– Облігації з плаваючою ставкою – у цьому випадку рівень номінального відсоткового прибутку зазвичай прив'язаний до короткострокової ключової відсоткової ставки та коригується на регулярній основі (наприклад у Бразилії, де частка запозичень із плаваючою відсотковою ставкою досить значна, за основу було взято ставку Центрального банку). Відсотковий дохід виплачується щоквартально або кожні півроку. Основна сума залишається незмінною.

– Облігації, індексовані відповідно до темпів інфляції, – номінальний відсотковий прибуток, а також основна сума зазвичай прив'язані до індексу інфляції споживчих цін.

– Облігації, індексовані відповідно до змін валютного курсу, – як рівень номінального відсоткового прибутку, так і основна сума прив'язані до курсу міжнародної валюти, наприклад долара США або євро [5, 4–5].

Визначені інструменти внутрішньої державної позики мають як переваги для інвесторів та уряду, так і недоліки (табл. 1).

Таблиця 1

Переваги та недоліки різних видів державних облігацій [5, 4–6].

Види	Переваги		Недоліки	
	для інвестора	для уряду	для інвестора	для уряду
Облігації, індексовані на рівень інфляції	Інвестор може захистити свої активи від втрати купівельної спроможності	Після зменшенні рівня інфляції впаде рівень обслуговування боргу	ІСЦ може відхилитись від інфляції індивідуального кошика споживчих товарів	Якщо інфляція зростає, також зростає і борговий тягар
Облігації, індексовані відносно валютного курсу	Інвестор може захистити вартість своїх активів відносно певної іноземної валюти	Державний емітент не зобов'язаний обслуговувати це запозичення в іноземній валюті	Існує вірогідність знецінення відповідної іноземної валюти	У разі значного знецінення національної валюти зростатиме і тягар запозичень
Облігації з плаваючою відсотковою ставкою	Інвестор не зазнає ризику від фіксації заниженого рівня номінального відсоткового прибутку	Як правило, такі облігації можуть бути емітовані з більшим терміном погашення, ніж облігації з фіксованою ставкою	Зазвичай короткострокові відсоткові ставки нижчі за довгострокові, а це означає, що інвестори втрачають деякі прибутки	В умовах підвищення відсоткової ставки зростуть витрати на обслуговування запозичень
Облігації з фіксованою відсотковою ставкою	Доходність цих облігацій – відносно приваблива. Перевагою є також простота та прозорість такого інструменту	Майбутні виплати заздалегідь відомі. Під час зростання інфляції тягар запозичень зменшується пропорційно фіксованій ставці	Під час зростання інфляції знижуються як реальна вартість виплат за номінальним відсотковим доходом, так і основна сума	Даний вид облігацій – найдорожчий спосіб фінансування державних запозичень

Звичайні облігації з фіксованим доходом у різних країнах світу в структурі державної заборгованості займають від 0,8 % до 100 %, проте в більшості країн вони перевищують 80 %. Менш поширені облігації, індексовані відповідно до темпів інфляції, їх частка, наприклад у Чилі, становить 81 %, а в Аргентині та Ізраїлі сягає близько половини всіх випущених облігацій. Найменш поширені серед облігацій – державні облігації, індексовані відповідно до змін валютного курсу, які емітуються лише в окремих країнах (Туреччина, Росія, Гонконг, Бельгія, Аргентина та ін.), а їх частка не перевищує 1–2 % у структурі заборгованості.

У більшості країн випуск облігацій з плаваючою відсотковою ставкою здійснюється у незначних обсягах, що пов'язано з ризиками випуску цих інструментів. Наприклад, у США такі боргові зобов'язання взагалі не випускались. Проте нещодавно уряд США оголосив дату проведення першого аукціону з розміщення нових облігацій (FRNs). Перший аукціон з розміщення таких цінних паперів відбувся 29 січня 2014 р., а обсяг становив 15 млрд дол. Казначейство США прийняло рішення щодо введення нових цінних паперів уперше за 17 років. Ставка за новими FRNs прив'язана до відсотка за казначейськими векселями, що мають термін обігу 13 тижнів. Термін погашення облігацій з плаваючою відсотковою ставкою – два роки. Нові цінні папери покликані урізноманітнити інструменти Мінфіну США щодо залучення запозичень і розширити коло інвесторів [6].

Розглядаючи вітчизняний ринок державних облігацій, слід зазначити, що 2011 р. Міністерство фінансів розмістило на внутрішньому гривневому ринку такі нестандартні фондові інструменти, як амортизаційні облігації, облігації, що можуть погашатися достроково, та принципово нові облігації, що індексуються відповідно до змін валютного курсу гривні щодо долара США. Також до кінця 2011 р. відповідно до національного законодавства емісія інструментів внутрішньої позики здійснювалась лише у національній валюті. Проте внесення змін до Постанови Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 р. № 80 дозволило здійснювати випуск коротко- та середньострокових валютних ОВДП. Уперше емісія таких цінних паперів відбулась 16 грудня 2011 р.

Крім того, важливим напрямком активізації вітчизняного ринку боргових зобов'язань уряду є розширення можливостей та інструментарію, що спеціально націлені на дрібних інвесторів. Дійсно, такі роздрібні облігації державної позики мають ряд істотних переваг. З фінансової точки зору, роздрібні облігації можуть знизити витрати на фінансування та забезпечити його стабільне джерело. Зокрема, вони можуть зменшити залежність від іноземних інвесторів і знизити вразливість щодо коливань у валютному курсі. З економічної точки зору, роздрібні облігації можуть заохочувати зростання заощаджень серед населення й повернути до економічної системи заощадження, що зберігаються поза фінансовою системою [7, 120].

Держава за умов дефіцитності ресурсів шукає альтернативні шляхи запозичень. У такому разі надійним кредитором виступає населення. Цікавою є також можливість розміщення внутрішніх державних облігацій в іноземній валюті серед населення, адже даний інструмент можна вважати альтернативою банківським депозитам. Можливість зростання попиту на валютні ОВДП пояснюється також вищими ставками за облігаціями порівняно з банківськими вкладками та меншими ризиками вкладення коштів. Проте існує ряд перешкод на шляху реалізації даної мети, а саме: податок на інвестиційний дохід за відсутності оподаткування депозитного доходу та низька поінформованість населення щодо такого виду вкладення грошових коштів. Тому в Україні залишається проблема залучення фізичних осіб до операцій з державними цінними паперами як важливого джерела залучення фінансових ресурсів для фінансування державних потреб.

Висновки. Аналіз вітчизняного та зарубіжних ринків боргових зобов'язань уряду дає можливість зробити висновок, що мета виведення на фінансовий ринок нових видів державних облігацій – це зростання конкурентоспроможності та ліквідності ринку державних цінних паперів, зменшення ризиків інвестування у такі інструменти, розширення можливостей стимулювання надходження інвестицій за рахунок наявності ефективних засобів залучення фінансових ресурсів.

Проте у сучасних умовах політичної та економічної нестабільності в Україні необхідно розв'язання й інших проблем. Першочерговим завданням має стати не лише використання нових інструментів позики, які можуть виявитись на даному етапі не дуже ефективними, а також і вдосконалення організаційної складової функціонування ринку державної позики.

Так, спочатку доцільно визначення потреб інвесторів, щоб мати змогу запропонувати для розміщення на аукціонах такі цінні папери, що відповідають інтересам учасників. За допомогою опитування серед потенційних інвесторів можна встановити, яким інструментам вони віддають перевагу щодо строків обігу, номінації, розміру випуску, частоти розміщень випусків, а також пересвідчитися, чи існує достатній попит на наведені види облігацій тощо.

Таким чином, розвиток ліквідного ринку державних інструментів внутрішньої позики має супроводжуватись не лише якісним оновленням цінних паперів у розрізі їх видової пропозиції, але й покращанням співпраці між урядом та наявними і потенційними інвесторами для швидшого досягнення результату на цьому ринку.

Література

1. Балакина Е. Е. Внутренний рынок государственных ценных бумаг и проблемы его ликвидности [Электронный ресурс] / Е. Е. Балакина // Вестник Самарського державного економічного університета. – 2010. – № 8 (70). – С. 912. – Режим доступу : http://www.vestnik.sseu.ru/view_pdf.php?pdf=3132 – Название с экрана.
2. Mohanty M. Improving liquidity in government bond markets: what can be done? [Електронний ресурс] / М. Mohanty // BIS Papers. – 2002. – № 11. – Р. 49–80. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11e.pdf>
3. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
4. Domestic bonds and notes – central government. By type of instrument and residence of issuer // Bank for International Settlements [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/statistics/r_qa1312_hanx16c.pdf
5. Джуччі Р. Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів? [Електронний ресурс] / Р. Джуччі, Р. Кірхнер, С. де ла Рубія // Інститут економічних досліджень та політичних консультацій та Німецька консультативна група. – Серія консультативних робіт. – 08.07.2009 р. – № 2. – Режим доступу : http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2009/pp_02_2009_ur.pdf
6. Treasury Floats Its First Auction of Floating Rate Notes [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/01/29/treasury-floats-its-first-auction-of-floating-rate-notes>
7. Горбунов Н. М. Перспективы развития рынка ценных бумаг для населения [Электронный ресурс]. / Н. М. Горбунов // Сибирская финансовая школа. – 2006. – № 4. – С. 120–122. – Режим доступу : http://safbd.ru/sites/default/files/sifbd-2006-4_120-122.pdf