

Є. В. Афоніна,
аспірант кафедри фінансових ринків,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

РИНОК ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ: ЕТАПИ РОЗВИТКУ ТА СУЧАСНІ ПРОБЛЕМИ

У статті структуровано етапи розвитку ринку державних облігацій в Україні за часи її незалежності. Проведений аналіз ключових проблем, які супроводжували ці етапи, також визначені основні перешкоди на шляху подальшого розвитку ринку та визначено його стратегічні цілі.

The article provides a systemic analysis of government bonds market development stages in Ukraine since the announcement of its independence. The major problems are defined for each of these stages. The author indicates on the obstacles for further government bond market development and suggests its key strategic goals.

Ключові слова: фінансовий ринок, державні облігації, державні запозичення, ринок боргових цінних паперів, облігації внутрішньої державної позики, нервинні дилери.

Державні боргові зобов'язання емітуються центральними урядами та місцевими органами влади з метою мобілізації грошових ресурсів для таких цілей, як фінансування бюджетного дефіциту, погашення попередніх запозичень, фінансування цільових програм, згладжування нерівномірності надходження податкових платежів, забезпечення касового виконання державного бюджету тощо.

Окрім цього, розвиток ринку державних цінних паперів має важливе системоутворювальне значення. Активний та ліквідний ринок державних зобов'язань, на якому наявні інструменти з різними строками погашення, допомагає побудувати криву дохідності, що слугує бенчмарком (орієнтиром) для всього ринку боргових цінних паперів. Наявність кривої дохідності державних цінних паперів, так званої суверенної кривої дохідності, є принциповою для адекватного ціноутворення на ринку корпоративних боргових цінних паперів. Оскільки суверенні цінні папери вважаються безризиковими, ринкові ціни на них допомагають у вимірюванні кривої дохідності, яка відображає дохідності за нульового рівня ризику для різних строків погашення.

Розвиток внутрішнього ринку державних запозичень здатний також задовольнити потребу у дієвому інструменті для регулювання рівня ліквідності у фінансовому секторі, що є досить непростою задачею у періоди похвалення економічної активності для центральних банків країн з новими ринками (так званих *emerging markets*). За відсутності добре розвинутого ринку облігацій, у розпорядженні центрального банку є тільки короткострокові інструменти для регулювання ліквідності у системі шляхом операцій на відкритому ринку. Вилучення надлишкової ліквідності, що спирається тільки на випуск короткострокових інструментів, призводить до зростання короткострокових відсоткових ставок та заохочує до ще більшого вкладення у такі папери. Це може призвести до асиметрії припливу капіталу на користь короткострокових цінних паперів, у той час як регулювання ліквідності за допомогою продажу середньо- та довгострокових державних облігацій суттєво знижує цей ризик.

Теоретичним засадам здійснення державних запозичень присвячені праці багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених. Окремі проблеми державного боргу у різні часи вивчалися такими видатними вченими, як А. Сміт, Д. Рікардо, Р. Барр, А. Вагнер, К. Дитцель, Дж. М. Кейнс, А. Лернер та ін. Серед сучасних зарубіжних науковців слід назвати М. Бейлі, Р. С. Вілсона, Дж. Ітона, Д. Коена, П. Кругмана, Дж. Сакса, Ф. Фабоцці. Серед російських вчених варто виокремити М. Алексєєва, Б. Альохіна, М. Богачевського, А. Краєва, С. Ляліна, Я. Міркіна, В. Муратова та ін. Питання здійснення державних запозичень на ринку цінних паперів вивчали українські дослідники О. Василик, Т. Вахненко, В. Геєць, О. Гаврилюк, Т. Ковальчук, І. Луніна, О. Мозговий, С. Огородник, В. Федосов.

Мета даної статті — провести аналіз етапів розвитку ринку державних боргових цінних паперів в Україні, і, базуючись на історичних фактах, визначити існуючі проблеми та стратегічні цілі його розвитку.

В Україні ринок державних облігацій протягом багатьох років функціонував неефективно: обсяги розміщень були маленькими, а ставки за державними облігаціями часто не відповідали ринковим рівням, що призвело до низької ліквідності випущених ОВДП. У цій ситуації учасники ринку змушені були орієнтуватися на випуски найбільш надійних компаній, за відсутності інших ліквідних інструментів з низьким рівнем ризику. Докорінних змін ситуація зазнала у 2009 р.: із запровадженням Міністерством фінансів нової системи аукціонів розміщення ОВДП стали більш успішними. Тим не менш, це лише початок довгого шляху до створення стабільного та ефективно функціонуючого ринку державних цінних паперів. До цього часу невирішеною залишається ціла низка проблем.

Перший в історії України аукціон з продажу ОВДП був проведений Національним банком у березні 1995 р. Протягом першого року існування таких аукціонів було розміщено ОВДП на 300 млн грн. У наступні 2 роки обсяги розміщення ОВДП швидко збільшувалися, але у 1998 р. цей процес був перерваний настанням світової фінансової кризи. У тому ж році Міністерство фінансів випустило КОВДП — конверсійні облігації внутрішньої державної позики з метою заміни ОВДП, випущених у 1997—1998 рр. Міністерство фінансів від імені Кабінету Міністрів України виступило гарантом своєчасного погашення КОВДП та виплати відсоткового доходу за ними. Ця конверсія була сприйнята світовою спільнотою інвесторів негативно та призвела до погіршення рейтингів України. Окрім того, довіру внутрішніх інвесторів також було втрачено, і у 1999—2004 рр. обсяги розміщення ОВДП коливалися у межах від 1 до 3 млрд грн. на рік (рис. 1).

У 2005 р. уряд значно збільшив масштаби залучення державних позик на внутрішньому фінансовому ринку. Так, якщо у 2004 р. обсяги розміщення ОВДП, враховуючи ПДВ-облігації, склали 4,2 млрд грн., то у 2005 р. їх було розміщено вже на 7,2 млрд грн. Слід зазначити, що внутрішні облігації, особливо ПДВ-ОВДП, користувалися великою популярністю у інвесторів-нерезидентів, у той час як попит від внутрішніх інвесторів був досить маленьким.

Тимчасове розширення місткості ринку внутрішніх облігацій у 2005 р. пов'язане з валютно-курсними чинниками: додатковий попит на внутрішні державні зобов'язання формували здебільшого нерезиденти, розраховуючи підвищити дохідність своїх інвестицій за рахунок курсової премії. За даними Міністерства фінансів, у цьому році вкладення іноземних інвесторів у внутрішні облігації перевищили 1 млрд дол. США. У липні-грудні 2005 р. та січні-серпні 2006 р. аукціони з первинного розміщення ОВДП не проводилися. Після 14-місячної перерви Міністерство фінансів відновило їх проведення лише у вересні 2006 р. Відсутність розміщень пояснювалася заниженим рівнем дохідності за державними облігаціями, яка пропонувалася урядом. Так, у 2007 р. середньозважена дохідність ОВДП становила 6,75% річних, у той час як протягом року інфляція зросла на 16,6% [2, с. 366—367].

У 2008—2009 рр. відбулося похвалення ринку ОВДП,

яке набуло нової сили, як це не парадоксально, з розгортанням світової фінансової кризи. Уряд шукав шляхи наповнення державного бюджету на фоні різкого зменшення надходжень, що зумовило перехід до якісно нового рівня розвитку державних цінних паперів. Було налагоджено регулярне проведення аукціонів з первинного розміщення ОВДП, згодом утворено систему первинних дилерів (більш докладно на цьому питанні ми зупинимося далі), при цьому прозорість ринку постійно збільшувалася. Завдяки тому, що Міністерство фінансів погодилося підвищити дохідність за ОВДП до ринково обгрунтованого та інвестиційно привабливого рівня, обсяги розміщення державних облігацій суттєво зростають.

У 2008—2009 рр., окрім звичайних ОВДП, випускалися спеціальні ОВДП для докапіталізації компанії "Нафтогаз України" та банків, які постраждали під час світової фінансової кризи. В останньому випадку це був викуп державою трьох комерційних банків: Родовід, Київ та Укрзазбанк, а також збільшення статутних капіталів Ощадбанку та Укрексімбанку. Певний обсяг ОВДП був випущений для оформлення заборгованості Міністерства фінансів перед НБУ, яка виникла на початку 1990-х років. З усіх перерахованих вище інструментів у реальному ринковому обігу перебували тільки звичайні ОВДП, розміщені на регулярних аукціонах Міністерства фінансів. На графіку (рис. 2) наведені загальні обсяги розміщення ОВДП, що включають папери, випущені для капіталізації банків і НАК "Нафтогаз України", та кошти, які були залучені безпосередньо на бюджетні потреби.

У 2010 р. з метою відшкодування простроченої бюджетної заборгованості за ПДВ уряд вдарує в історії фінансового ринку України звернувся до випуску ПДВ-облігацій для компенсації простроченої заборгованості з ПДВ перед компаніями-експортерами на 16,4 млрд грн. Як і в 2003—2004 рр., ці цінні папери користувалися дуже великим попитом, але цього разу не лише з боку іноземних інвесторів, а і з боку внутрішніх.

Випуск ПДВ-облігацій не можна оцінювати однозначно, оскільки, з одного боку, проблема великого обсягу заборгованості держави за ПДВ була вирішена, а зобов'язання з її врегулювання перед МВФ виконані, з іншого боку, компанії-експортери, які отримали таке відшкодування, були змушені продавати ПДВ-облігації з великим дисконтом (який у деяких випадках сягав 25%), щоб якнайшвидше отримати готівкові кошти. У той же час банки та компанії, що працюють на фінансовому ринку, отримали ліквідний та високодохідний на той момент інструмент. Через декілька місяців після випуску акціотаж навколо ПДВ-облігацій вщух, оскільки вони зрівнялися у ціні зі звичайними ОВДП з відповідною дюрацією.

У 2010—2011 рр. уряд робив спроби розміщувати ОВДП з більш довгими термінами обігу — 3 та 5 років. Великого попиту на них поки що немає, але поступово увага гравців ринку переключається з шести- та дев'ятимісячних паперів на 2- та 3-річні, оскільки з виходом економіки з кризового стану у їх розпорядженні з'являються більш довгострокові ресурси.

У 2011 р. Міністерство фінансів запропонувало ринку довгострокові амортизаційні державні облігації (ДАДО) та довгострокові державні облігації з достроковим погашенням (ДДОДП), але через свою незвичність вони поки що не користуються великим попитом у гравців ринку.

За часи незалежності України уряд звертався до випуску специфічних різновидів облігацій внутрішньої державної позики (табл. 1).

Зупинимося більш детально на функціонуванні інституту первинних дилерів в Україні, який було введено постановою Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 № 363 "Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів" [3]. Інститутом Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні було дано визначення, яке досить повно відображає природу інституту первинних дилерів: "це спеціальна угода між урядом і фінансовими посередниками, що працюють на ринку державних



Рис. 1. Розвиток первинного ринку ОВДП¹

¹ Побудовано автором на основі даних [1].

облігацій. Угода є добровільною для обох сторін і може мати досить неформальний характер, такий як Меморандум про взаєморозуміння, або базуватися на формальному документі, що є юридично обов'язковим" [5, с. 2—3]. Зазвичай виконання банком чи іншою фінансовою установою функції первинного дилера не лише почесно, а й вигідно. Адже первинні дилери у обмін на ряд зобов'язань, спрямованих на покращення функціонування первинного і вторинного ринків державних цінних паперів та підвищення їх ліквідності, отримують особливі умови доступу на первинний ринок. Наприклад, в Україні первинні дилери мають виключне право участі у аукціонах з первинного розміщення ОВДП урядом.

Таким чином, цілком справедливим є твердження, що метою формування інституту первинних дилерів в Україні було "підвищення ефективності внутрішнього ринку державних цінних паперів, зростання їх оборотності та ліквідності, залучення до державних фінансових потоків тих заощаджень домогосподарств, які не беруть участі у фінансовому обігу" [4, с. 61]. Однак слід зазначити, що оскільки лише первинні дилери мають доступ до первинних розміщень, то для усіх інших наявних та потенційних учасників ринку доступ до придбання державних боргових цінних паперів не спростився. Скоріше, відбулося його упорядкування: тепер будь-хто, за умови наявності достатньої кількості коштів на рахунок, може придбати ОВДП на аукціоні через первинного дилера, сплативши йому за це певну комісію.

Раніше кількість первинних дилерів в Україні законодавчо була обмежена шістнадцятьма, але зараз Міністр фінансів може приймати рішення про розширення кількості первинних дилерів і проведення конкурсу з їхнього відбору. При визначенні переможців конкурсу будуть враховуватися обсяги купівлі ОВДП не лише на первинному, але і на вторинному ринках. Отримати статус первинного дилера можуть банки зі статутним капіталом не менше 10 млн євро, загальний обсяг торгівлі ОВДП якими з 2005 р. перевищив 1 млрд грн. Дилери зобов'язані виставляти котирування облігацій на біржах згодня, подавати конкурентні заявки на покупку при їхньому первинному розміщенні і купувати ОВДП в обсязі не менше 3% загального обсягу розміщення протягом півроку [6].

На даний момент статус первинних дилерів в Україні мають такі банки: "ING Bank Україна", "Ощадбанк", "УкрСиббанк", "Райффайзен Банк Аваль", "Родовід Банк", "ОТР Bank, UniCredit Bank, "Ерсте Банк", банк "Київ", "Київська Русь", "Credit Agricole", "Укрексімбанк", "Сітібанк" і "Дочірній банк Сбербанку Росії" [7].

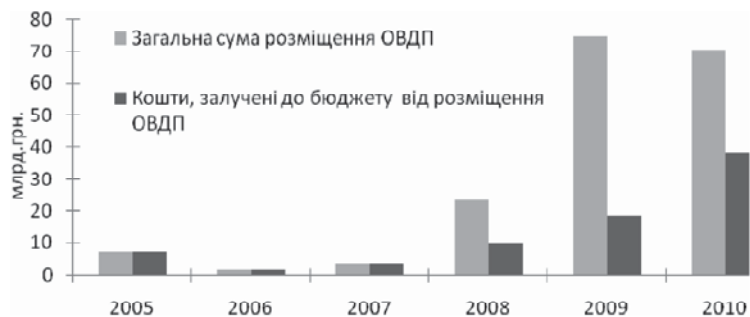


Рис. 2. Обсяги розміщення ОВДП на аукціонах²

² Побудовано автором на основі даних [1].

Таблиця 1. Різновиди ОВДП³

Різновид ОВДП	Дата випуску	Опис інструменту
КОВДП — конверсійні облигації внутрішньої державної позики	1998 р.	Випущені з метою заміни ОВДП 1997-1998 років
ОВДОП — облигації внутрішньої ощадної позики	2002 р.	Були призначені для поширення серед населення
ПДВ-облигації	2003–2004 рр. 2010 р.	Мета випуску — відшкодування простроченої заборгованості за ПДВ
ДАДО — довгострокові амортизаційні державні облигації	2011 р.	Структура дуже схожа на ПДВ-облигації, але виплата амортизації розпочинається через 18 місяців після випуску цінного паперу
ДДОДП — довгострокові державні облигації з достроковим погашенням	2011 р.	Цінні папери можуть бути пред'явлені до погашення через 18 місяців після випуску цінного паперу

³ авторська розробка.

Впровадження інституту первинних дилерів в Україні принесло свої беззаперечні позитивні результати: по-перше, це суттєве зростання обсягів розміщення ОВДП (див. рис. 1) та підвищення їх ліквідності завдяки цьому; по-друге, збільшення кількості активних гравців на ринку, що також сприяло підвищенню ліквідності ОВДП; по-третє, поступове зниження ставок дохідності за державними облигаціями. Успіх є очевидним — нарешті, для функціонування ринку державних цінних паперів закладений міцний фундамент, налагоджений чіткий механізм його роботи. Однак для того, щоб не втратити ці важливі надбання, необхідно і далі просуватися шляхом реформ і вирішувати проблеми, які стають на заваді подальшому розвитку ринку державних облигацій.

На сучасному етапі серед основних проблем ринку державних облигацій в Україні слід назвати:

— диспропорції у розвитку — наразі лівова частка боргових цінних паперів, що перебувають у обігу на українському ринку, випущені державою. Таким чином, має місце ефект витіснення приватних запозичень державними: потреби уряду у рефінансуванні попередніх запозичень та залученні нових досі залишаються великими. Проблеми у фінансах Пенсійного фонду та НАК "Нафтогаз" спричиняють додатковий тиск на державний бюджет, який і без того є дефіцитним, і стимулюють подальше здійснення запозичень урядом як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках;

— вузький набір інструментів — у даний час переважно відбуваються розміщення державних боргових цінних паперів, які мають найпростішу структуру: це фіксована ставка та відсутність вбудованих опціонів або індексації. У той же час індексовані на динаміку інфляції інструменти є дуже популярними у найрозвиненіших країнах світу (таких як США, Великобританія, Канада, Франція, Швеція, Німеччина, Італія);

— термін обігу державних облигацій здебільшого коротко- та середньостроковий і обмежується трьома роками. Максимальний термін обігу ОВДП, які пропонувалися на аукціонах, становить 5 років. Відсутність більш довгострокових інструментів зумовлена нестачею попиту: навіть 5-річні ОВДП вдалося розмістити лише у вкрай незначних обсягах. Проблема попиту має дві причини: по-перше, у розпорядженні банків здебільшого перебувають депозити зі строком вкладення не більше року; по-друге, практично відсутній попит з боку таких важливих інституційних інвесторів, як страхові компанії життя та недержавні пенсійні фонди. Саме ці дві категорії інвесторів у розвинених країнах є джерелом попиту на боргові цінні папери зі строком обігу 10 років та більше. Ми вважаємо важливим введення у обіг на внутрішньому ринку дійсно довгострокових цінних паперів, які не створюватимуть напруженого графіку погашення як у короткостроковій, так і довгостроковій перспективі;

— низький рівень розвитку інфраструктури — усі угоди на внутрішньому ринку боргових цінних паперів в Україні переважно укладаються в телефонному режимі, а їх оформлення супроводжується великою кількістю операцій та значними витратами часу. Укладання угод через біржу також не спрощує роботу учасників ринку.

Неефективність біржового сегмента ринку державних облигацій в Україні називають чи не найбільшою проблемою цього ринку. Так, більшість договорів укладається за адресними, а не анонімними заявками, що створює передумови для маніпулювання цінами, а розрахунки за ними не гарантуються. Відповідно не відбувається і блокування

цінних паперів. У результаті, більшість угод на біржовому ринку тільки реєструється, а не укладається на конкурентних засадах. Окрім того, використання послідовних розрахунків із грошовим урегулюванням за кожним укладеним договором за ОВДП в НБУ (який виконує функції депозитарію ОВДП), що вимагає великих витрат часу, відштовхує учасників ринку від біржової торгівлі ОВДП [8, с. 22].

На відміну від України, на більш розвинених ринках їх учасники використовують торговельно-інформаційні системи (такі як Bloomberg), що зводять кількість роботи при укладанні та виконанні угод з купівлі-продажу боргових цінних паперів до мінімуму.

Серед стратегічних цілей розвитку ринку державних боргових цінних паперів варто виділити наступні:

1) зменшення вартості запозичення та обслуговування боргу;

2) активізація інвестування у державні цінні папери інституційних інвесторів;

3) впровадження та використання нових видів державних цінних паперів;

4) підвищення частки довгострокових цінних паперів у структурі випущених інструментів;

5) впровадження пенсійної реформи, що відповідає умовам співробітництва України з Міжнародним Валютним Фондом;

6) використання державних цінних паперів у якості інструмента регулювання грошово-кредитної політики, за допомогою якого НБУ буде здатний регулювати ліквідність банківської системи [9, с. 136];

7) розв'язання проблем організаційно-технічного характеру і, перш за все, удосконалення депозитарної системи.

Для подальшого ефективного розвитку ринку боргових цінних паперів в Україні важливо розробити науково обґрунтовану стратегію випуску та вторинного обігу державних цінних паперів, яка має включати у себе план впровадження нових видів облигацій державної позики, які б користувалися попитом з боку різних учасників ринку, а також передбачати заходи для забезпечення ліквідності вторинного ринку державних облигацій.

Література:

1. Сторінка Національного банку України. — Режим доступу: www.bank.gov.ua
2. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т./ За ред. А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — С. 366—367.
3. Постанова Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 № 363 "Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів". — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=363-2009-%EF&key=4/UMfPEGznhht52.ZirEIVSnHdIm2s-FggkRb1lc>
4. Лондар С.А., Башко В.Й. Формування системи первинних дилерів в Україні// Фінанси України. — 2010. — № 3. — С. 61—73.
5. Інститут первинних дилерів в Україні. Чому і як потрібно його запроваджувати / Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні, Німецька Консультативна Група при Уряді України. Режим доступу: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2007/W1_ukr.pdf
6. Мінфін спрощує доступ до ОВДП// Дзеркало Тижня. — 02 Березень 2011. — Режим доступу: <http://news.dt.ua/articles/76575>
7. Сторінка Міністерства Фінансів України. — Режим доступу: www.minfin.gov.ua
8. Брагін С., Макаренко О. Недержавні пенсійні фонди на ефективному фондовому ринку: приклад України// Вісник НБУ. — 2011. — Січень. — С. 18—24.
9. Вербич Л. Вектори модернізації українського ринку державних цінних паперів в умовах міжнародної мобільності капіталу// Світ фінансів. — 2010. — № 2. — С. 136—143.
10. Моташко Т.П. Державні облигації як інструмент мобілізації грошових коштів// Економіка та держава. — 2010. — № 5. — С. 57—59.

Стаття надійшла до редакції 19.07.2011 р.