

Ліана ВЕРБИЧ

ВЕКТОРИ МОДЕРНІЗАЦІЇ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ МІЖНАРОДНОЇ МОБІЛЬНОСТІ КАПІТАЛУ

Проаналізовано сучасний стан та проблеми функціонування ринку державних цінних паперів України в умовах міжнародної мобільності капіталу та окреслено основні вектори його модернізації.

Характерною ознакою сучасних глобалізаційних процесів є становлення і розвиток міжнародного фінансового ринку, який у результаті транснаціоналізації і лібералізації міжнародних потоків капіталу давно переріс рамки не лише національних, а й регіональних ринків капіталу. Відтак, зростаюча в умовах глобалізації у світовому масштабі міжнародна мобільність капіталу, з одного боку, сприяє формуванню економічної єдності світу, а з іншого – швидкому рухові та зростанню потенціалу короткострокового спекулятивного капіталу, якими вважають високоліквідні цінні папери, в тому числі у формі державних боргових зобов'язань.

У цьому контексті І. Гладій зазначає, що “інтенсифікація фінансових потоків та міжнародна мобільність капіталу супроводжуються економічними флуктуаціями та реверсивними тенденціями, які потребують внесення коректив у систему координації та регулювання міжнародних фінансових потоків. Чіткіше вимальовується, що економічний розвиток та активність на фінансових ринках залежить уже не стільки від рівня суспільного добробуту і зростання зайнятості, скільки від спекулятивних і біржових операцій” [1].

В таких умовах світ вишукує механізм рівноваги в міжнародних фінансах, а майбутня модель зовнішньоекономічних стратегій національних економік формується на

принципах зростання і пришвидшення руху фінансових ресурсів і капіталу у світовій економіці [2, 378].

З огляду на зазначене зростає роль цінних паперів як інструменту макроекономічного регулювання в умовах ринкової економіки, а ринок державних цінних паперів є невід'ємною частиною фінансової системи будь-якої країни, що розвивається на ринкових засадах, і водночас він – органічна складова світового ринку капіталу. Кон'юнктура ринку державних цінних паперів – це, з одного боку, один із важливих індикаторів стану всієї економіки, а з іншого – сфера, вплив на яку може прискорювати чи стримувати процеси ринкових перетворень.

У сучасній економіці функціональне значення ринку державних цінних паперів проявляється у таких основних аспектах, як:

- мобілізація тимчасово вільних грошових ресурсів комерційних банків, підприємств, небанківських фінансово-кредитних інститутів та населення, шляхом випуску державних цінних паперів з метою акумуляції грошових ресурсів для фінансування дефіциту бюджету;

- використання державних цінних паперів в якості регулятора грошово-кредитної політики, та інструменту, з використанням якого центральні банки формують монетарну політику і регулюють грошовий обіг;

– забезпечення ліквідності балансів фінансово-кредитних інститутів за рахунок ефективної реалізації потенціалу, закладеного в державні цінні папери [3, 57].

Функціонування ліквідного ринку державних цінних паперів забезпечує:

– інформацію стосовно вартості грошей у часі, тобто “незамінне” для учасників ринку джерело інформації в часовій структурі відсоткових та інфляційних очікувань;

– безризиковий актив для інструментів обмеження ризику “коливання” варіації відсоткової ставки (форвардів, ф'ючерсів, свопів, опціонів);

– безризиковий актив, необхідний для управління ризиками інституційних інвесторів [4, 24].

У розробку фундаментальних питань функціонування ринку державних цінних паперів зробили внесок такі вітчизняні та зарубіжні вчені: Дж. Кейнс, Б. Альохін, Ю. Данилов, П. Кругман, Р. Макконахи, Т. Вахненко, В. Висоцький, І. Лютий, О. Охріменко, Р. Рак та ін.

Свого часу Дж. Кейнс у всесвітньовідомій праці “Загальна теорія зайнятості, процентів та грошей” переконливо довів, що державні цінні папери є одним із інструментів державного регулювання економіки країни, який забезпечує формування грошової бази фінансового ринку країни. Завдяки регулюванню операцій на вторинному ринку державних облігацій органи державного управління мають можливість регулювати “норму процента”, розуміючи під цим показником загальнодержавну ставку процента на грошові ресурси, що надаються в борг. Дж. Кейнс стверджував, що державні цінні папери можуть і повинні бути одним із регуляторів на фінансовому ринку, який забезпечує фінансову стабільність та прогнозованість ситуації і, тим самим, не допускає формування “норми процента” поза межами економічної доцільності [5, 143].

Посилення уваги до проблем розвитку ринку державних цінних паперів в Україні обумовлено як чинниками глобального масштабу, так і проблемами національного виміру, а також зміною концептуальних підходів до розуміння функціонального призначення даного сегмента фінансового ринку в умовах міжнародної мобільності капіталу. У цьому контексті особливої уваги заслуговує питання модифікації функціонального призначення ринку державних цінних паперів зі сфери фінансування фіскальних потреб держави у ринковий інститут макроекономічного регулювання.

Натомість в Україні державні цінні папери через низьку ліквідність і дохідність та високу ризиковість не задовольняють потреб інвесторів; а потенційні можливості населення, страхових компаній, пенсійних та інвестиційних фондів не використовуються повною мірою. Внутрішній ринок державних цінних паперів за інструментарієм, організаційною й інституційною структурою, інформаційною відкритістю не відповідає міжнародним стандартам. З огляду на вищезазначене дослідження проблеми розвитку ринку державних цінних паперів в умовах міжнародної мобільності капіталу є надзвичайно актуальним.

Динаміка руху капіталу сьогодні визначається не стільки максимізацією прибутків, скільки контролем над ринком, необхідністю використати свої інноваційні та монопольні переваги, а також привласнення потенційних переваг. Середньорічні темпи приросту міжнародного ринку капіталу перевищують 10%. До кінця 2010 року, за прогнозами Дослідного центру McKinsey Global Institute, обсяг світових активів сягне 209 трлн. дол. США (таб. 1).

Загальну структуру світових фінансових ринків майже на 80% формує ринок США, Європи, Великобританії, Японії, Китаю. Як показує аналіз даних, частка державних

Таблиця 1

Обсяги та структура міжнародних фінансових активів у 1999–2010 рр. [6]

| Інструменти | 1999 | | 2003 | | 2004 | | 2010 | |
|------------------------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|
| | трлн. дол. | % | трлн. дол. | % | трлн. дол. | % | трлн. дол. | % |
| Акції | 36,1 | 37,6 | 31,9 | 27,0 | 33,1 | 27,8 | 56,9 | 27,2 |
| Державні облігації | 20,5 | 21,4 | 30,8 | 26,1 | 31,5 | 26,5 | 60,8 | 29,1 |
| Корпоративні облігації | 14,5 | 15,1 | 20,5 | 17,4 | 21,2 | 17,8 | 32,4 | 15,5 |
| Депозити | 24,9 | 25,9 | 34,8 | 29,5 | 33,2 | 27,9 | 58,9 | 28,2 |
| Усього | 96 | 100 | 118 | 100 | 119 | 100 | 209 | 100 |

облігацій на американському сегменті міжнародного фінансового ринку скоротилась на користь Японії та Європи.

Висока міжнародна мобільність фінансових ресурсів і капіталу дозволяє їм швидко переміщатись з одних країн і регіонів світу в інші, відповідно до змін ділової активності у світових масштабах. Рушійною силою цього переміщення є різниця в економічному потенціалі й умовах розвитку окремих країн та їхніх угруповань, а також низка інших як внутрішніх, так і зовнішніх факторів. У результаті відбувається переміщення капіталу з ринків, на яких за таких темпів зростання економіки і ставках відсотка характерний надлишок пропозиції вільних грошових ресурсів, на ті ринки, де за нестачі капіталу є більші можливості для його ефективного застосування й отримання прибутку.

Міжнародна мобільність капіталу підсилюється цілою низкою чинників, таких як: швидкий прогрес в розвитку засобів телекомунікації та інформаційних технологій, лібералізація контролю над рухом капіталу, що супроводжується послабленням чи відміною фіскальних та правових обмежень, поява нових фінансових інструментів, які полегшують транснаціональні потоки [7, 169]. Відповідно, на початку нового тисячоліття відбувається активізація міжнародної мобільності капіталу, стрімко зростають міжнародні фінансові потоки, які, перевищуючи товарообіг в десятки разів, стають основною рушійною силою глобалізації.

Водночас, слід наголосити, що із зростанням міжнародної мобільності капіталу і конкуренції за його залучення посилилась нестабільність фінансової системи, частота і глибина валютно-фінансових криз, спекулятивність операцій з фінансовим капіталом. Чим стійкіший ринок державних цінних паперів, тим відплив спекулятивних капіталів ("гарячих грошей") буде меншим, що, звісно, залежить і від макрофінансової стабільності, величини золотовалютних резервів та ефективності макроекономічної політики загалом.

Вітчизняна практика доводить, що уряд України у своїй політиці фінансування державних потреб упродовж багатьох років покладався на зовнішні запозичення (рис. 1), у результаті чого частка державного боргу, деномінована в іноземній валюті, на 14% більша за внутрішній борг.

Це загалом негативно відобразилося на формуванні національного ринку капіталів, підвищило залежність економіки від зовнішніх запозичень, а відтак, від зовнішніх кон'юнктурних коливань і ризиків глобального характеру.

Як відомо, державні цінні папери в умовах ринкової економіки, як високоліквідний та безризиковий фінансовий інструмент, забезпечують інвесторам мінімальний для цього ринку рівень доходу. Аналізуючи ринок державних цінних паперів України, зауважимо, що він не може бути використаний як інструмент регуляторної політики через його низьку місткість. Він не задовольняє потреб потен-

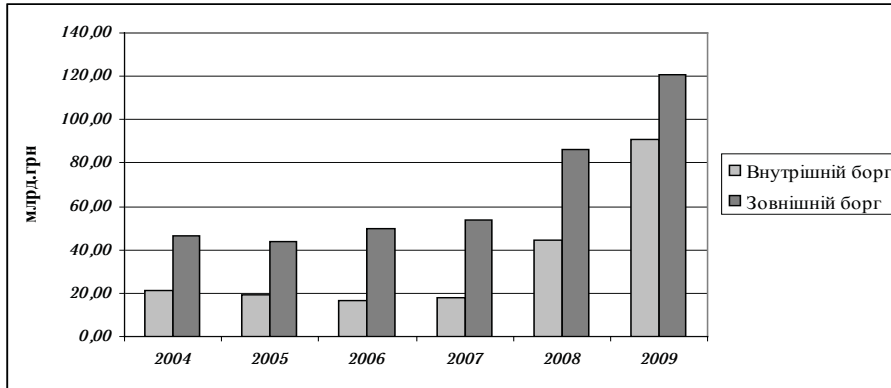


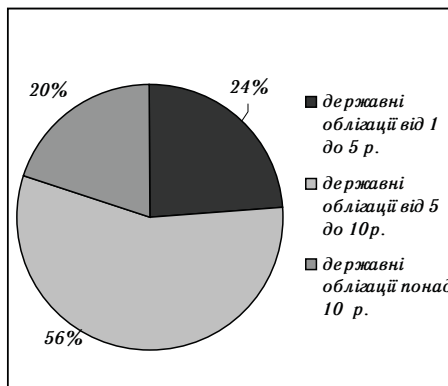
Рис. 1. Динаміка обсягу державного боргу України у 2004–2009 рр.*

* Побудовано автором на основі даних Міністерства фінансів України [8].

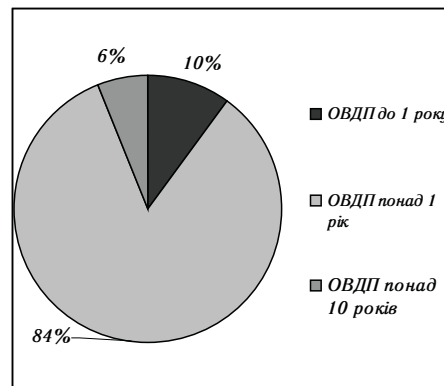
ційних інвесторів через обмежену ліквідність, яка впливає на зменшення попиту, зростання дохідності активу. Порівняно з 2008 р., у 2009 р. активізувався попит на державні цінні папери та майже всі з запланованих аукціонів відбувались за рахунок придбання ОВДП Національним банком України.

Звернемо увагу, що сьогодні дохідність українських ОВДП на порядок вища за аналогічні показники США, Японії, країн Єврозони, що пояснюється як інфляційними

процесами останніх років, так і бажанням уряду в умовах високого ризику за рахунок зростання дохідності стимулювати розміщення ОВДП з не великими термінами погашення серед юридичних та фізичних осіб (на американському ринку державних облігацій до 20% припадає на облігації з терміном обігу понад 10 років, та 56% – від 5 до 10 років (рис. 2 а); в свою чергу на українському ринку на облігації понад 10 років припадає лише 6% (рис. 2 б).



а) США*



б) Україна**

Рис. 2. Строкова структура ринку державних облігацій

* Побудовано автором за даними [9, 142].

**Побудовано за даними Міністерства фінансів України [8].

Теоретично висока прибутковість державних облігацій в Україні сприяє спрямуванню коштів потенційних інвесторів не у виробництво, а в облігації внутрішньої державної позики для фінансування дефіциту бюджету. Як свідчать дані офіційної статистики, на ринку цінних паперів попит є лише на короткострокові облігації, ціна доходу на які найвища у 2009 р. та перевищує рівень інфляції, чого не можна сказати про попередній рік (рис. 3).

Для порівняння, зазначимо, що середньорічні ставки на ринку державних цінних паперів окремих країн світу на порядок вищі за депозитні ставки (рис. 4), що робить їх привабливим інструментом для вкладення фінансових ресурсів.

За розрахунками В. Башка, комерційні банки в Україні тільки з метою рефінансування у 2008–2011 рр. щорічно зможуть поглинути ОВДП на суму від 8 до 15 млрд. грн., а страхові компанії та недержавні пенсійні фонди – ще від 2 до 8 млрд. грн. У результаті рівень попиту на державні цінні папери, який формуватимуть внутрішні інвестори (за відновлення позитивної ди-

наміки зростання ВВП і стабільного макроекономічного середовища), оцінюється на рівні 18 млрд. грн. у 2010 р. і 22 млрд. грн. у 2011 р. [11, 79]. Згідно з оцінками МВФ, у 10 великих країнах з ринками, що формуються, в 2004 р. пенсійні фонди вклали близько 40% власних активів у державні цінні папери, а страхові компанії – 13% активів. У Чилі пенсійні фонди утримують 85% внутрішніх боргових зобов'язань уряду, у Малайзії – 60%, у Мексиці, Уругваї і Колумбії – понад 25%. Страхові компанії мають на балансах близько 20% внутрішніх боргових зобов'язань держави в Угорщині, Індії і Польщі [12].

Взявши за основу такі характеристики ринку державних цінних паперів як кількість укладених угод, середній розмір угоди, торговий оборот, обсяг ринку, коефіцієнт оборотності (табл. 2), які в сукупності складають оціночний показник “глибина ринку” [13, 19], проаналізуємо на прикладі ПФТС рівень ліквідності ринку державних цінних паперів України.

Так, за наявності на ринку значного торгового обороту збільшення середнього

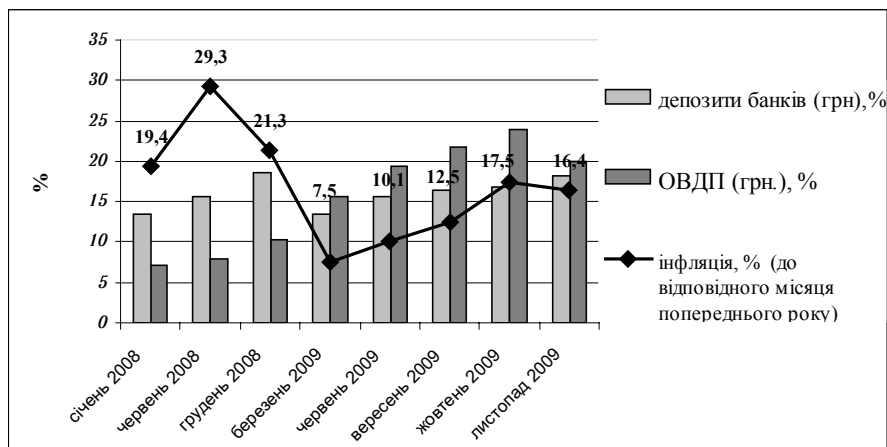


Рис. 3. Динаміка рівня доходності ОВДП, депозитних ставок для фізичних осіб та рівня інфляції в Україні у 2008–2009 рр.*

*Побудовано автором за даними НБУ [10].

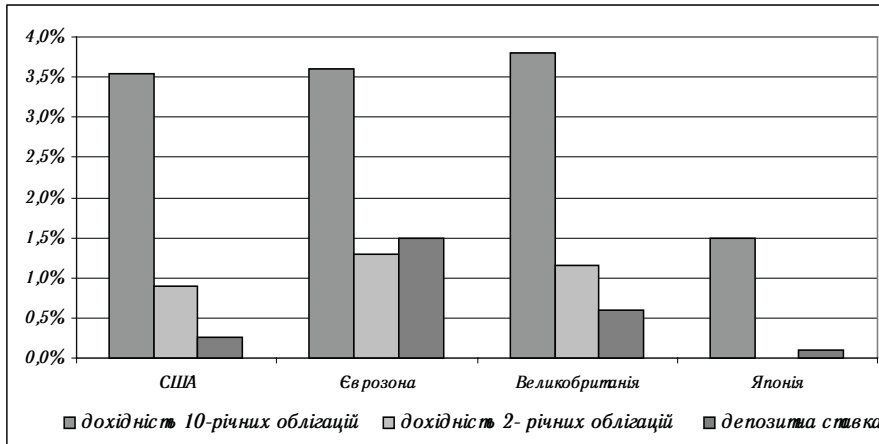


Рис. 4. Середньорічні ставки ринку капіталів окремих країн світу

розміру угоди свідчить про зменшення його ліквідності, що, зокрема, і прослідковується на українському ринку. Відповідно і збільшення кількості укладених угод є показником пропорційним до ліквідності ринку – порівняно з 2007 р. кількість угод у 2008 р. скоротилась втричі. Коефіцієнт оборотності дає змогу оцінити взаємозв'язок між торговим оборотом і загальним обсягом ринку та показує рівень ліквідності ринку державних цінних паперів. Значне скорочення торгового обороту у 2008 р. пояснюється втратою інтересу до цінних паперів уряду. Як свідчать дані таблиці 2, оборотність боргових інструментів значно скоротилась, а відтак загострився ризик ліквідності. Загалом варто зауважити, що з самого початку функціонування вторинного ринку державних цінних паперів (за базовий беремо 1996 р.)

збільшення обсягу позик не супроводжувалось збільшенням їх ліквідності. Тобто все більше інвесторів вважали за краще утримувати урядові боргові зобов'язання до кінця терміну обігу. Цей факт свідчить про низьку ліквідність ринку й високі ризики, пов'язані з реалізацією на ньому державних облігацій.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень, що системно окреслюють стратегічні вектори модернізації українського ринку державних цінних паперів.

По-перше, реорганізація первинного ринку державних цінних паперів з урахуванням зарубіжного досвіду повинна бути спрямована на: забезпечення регулярного в один етап розміщення державних цінних паперів; запровадження загальноприм-

Таблиця 2

Оборотність державних боргових зобов'язань на вторинному ринку України [14; 15]

| Показник | 2007 | 2008 |
|-------------------------------|------------------|---------------|
| Кількість укладених угод, шт. | 380 | 115 |
| Середній розмір угоди, грн. | 10360766,18 | 841272,31 |
| Торговий оборот, грн. | 3 937 091 149,34 | 96 746 315,66 |
| Обсяг ринку, грн. | 9146565670 | 33521860400 |
| Коефіцієнт оборотності | 0,43 | 0,0029 |

нятих міжнародних процедур щодо форм нарахування відсотків за державними облігаціями та еталонних випусків за всіма термінами обігу державних цінних паперів; активізацію участі населення у внутрішньо-боргових операціях та розширення бази інвесторів через реформування пенсійної системи та системи соціального забезпечення, залучення іноземних інститутів до діяльності на місцевих ринках; розроблення методологічної та нормативно-правової бази управління ризиками і запровадження системи внутрішнього контролю за управлінням ризиками; активізацію роботи інституту первинних дилерів.

В умовах глобалізації фінансових ринків зростає тенденція до диверсифікації фінансових інструментів та розширення доступу населення до ринку державних цінних паперів. Показовим у цьому контексті може бути досвід Польщі. У цій країні для населення пропонуються такі види державних цінних паперів: 2-річні ощадні облігації з фіксованою ставкою; 3-річні облігації з плаваючою ставкою; 4-річні ощадні облігації зі ставкою дохідності, прив'язаною до темпів інфляції та 5-річні облігації з фіксованою ставкою. Загалом у країнах з ринками, що формуються у період 2000–2004 рр., частка фізичних осіб серед інвесторів в облігації внутрішньої державної позики коливалась на рівні 11–12% [16].

По-друге, досягнення ліквідності вторинного ринку державних цінних паперів можливе за умови політичної стабільності, високого кредитного рейтингу, стабільної загальноекономічної кон'юнктури, низького рівня інфляції та достатнього рівня золотовалютних резервів. Основним інструментарієм досягнення ліквідності ринку державних цінних паперів є: операції РЕПО, використання похідних фінансових інструментів, індексованих цінних паперів, запровадження спеціалізованих проспек-

тів емісії та спеціалізованих цінних паперів для інституційних інвесторів. У перспективі це сприятиме зменшенню вартості залучених ресурсів у зв'язку з покращенням кредитного рейтингу, зниженню ризиків, і в кінцевому підсумку розширить можливість використання державних цінних паперів як інструменту макроекономічного регулювання. За результатами дослідження ринку державних цінних паперів України можна систематизувати інструментарій та способи активізації вторинного ринку державних цінних паперів (рис. 5).

Таким чином, ліквідний ринок державних цінних паперів сприятиме не лише зменшенню вартості державних запозичень, зниженню ризиків, покращенню іміджу держави як емітента, а й в перспективі розширить можливість використання державних цінних паперів як інвестиційного інструмента (зокрема, для недержавного пенсійного страхування), створить додаткові можливості для використання державних цінних паперів Національним банком України з метою проведення монетарної політики.

По-третє, необхідною умовою інтеграції України у світовий фінансовий простір є модернізація та адаптація інфраструктури ринку державних цінних паперів до міжнародних стандартів. З урахуванням зарубіжного досвіду, вважаємо за доцільне створення приватної агенції з управління борговими зобов'язаннями уряду України (боргового офісу). Стратегічне завдання агенції полягатиме у розмежуванні фінансової політики держави і політики в сфері управління зовнішнім боргом. Окрім цього така структура активніше й оперативніше управлятиме зовнішнім боргом за рахунок зняття бюрократичних бар'єрів; встановлюватиме жорсткі бюджетні обмеження для уряду країни; залучатиме до управління боргом найкваліфікованіших фахівців; полегшить доступ інформації до кредиторів.



Рис. 5. Інструментарій та способи активізації розвитку вторинного ринку державних цінних паперів України*

* Побудовано автором.

У контексті модернізації інфраструктури ринку державних цінних паперів необхідно створити інфраструктуру його учасників, зокрема, інституційних інвесторів: страхових компаній, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування. Усе це в підсумку є важливими умовами успішного розвитку ринку державних цінних паперів в Україні.

Література

1. Гладій І. Й. *Регіоналізація світового ринку: євро інтеграційний аспект.* – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – С. 258.
2. *Економічні проблеми XXI століття: міжнародний та український виміри / За ред. С. І. Юрія, Є. В. Савельєва.* – К.: Знання, 2007. – 595 с.

3. Литвиненко Л. Т. *Рынок государственных облигаций.* – М.: Финстатинформ, 1997. – 108 с.
4. Мертенс А. *Рынок облигаций: структура и инструменты // Финансовый директор.* – 2002. – № 2. – С. 24.
5. Кейнс ДЖ.М. *Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с. англ..* – М.: Гелиос АРВ, 2002. – 352 с.
6. *Mapping the Global Capital Market Third Annual Report, January 2007.* – Режим доступу: <http://www.mckinseyquarterly.com/img/gua>.
7. *Власть, государство и элиты в современном обществе: Сб. научных трудов / Под ред. А. В. Дуки, В. П. Мохова.* – Пермь: Пермский государственный технический университет, 2005. – С. 258.

8. Державний та гарантований державою борг України за станом на 31.12.2009. – Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/file/link/239975/file/SDebt_31_12_2009n.pdf
9. Другопольський О. Державні запозичення в контексті розвитку національного ринку цінних паперів // Вісник ТНЕУ. – 2008. – № 5. – С. 139–145.
10. Бюлетень НБУ. – 2009. – № 3. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/Buleten/2010/bull_01-10.pdf
11. Башко В. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозиції щодо структури // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 2. – С. 75–87.
12. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. – April 2006. – Режим доступу: http://www.imf.org./annual_reports
13. Ермаков А. Ликвидность рынков государственных ценных бумаг и методология ее исследования // Финансовый бизнес. – 2001. – № 10. – С. 19–22.
14. Річний звіт Національного банку України за 2007 рік. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua. / Publication/of_vydan/Annual%20Reports/A_report_2007.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/of_vydan/Annual%20Reports/A_report_2007.pdf)
15. Бюлетень НБУ. – 2009. – № 3. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/Buleten/2009/bull_03-09.pdf
16. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3 т. / За ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка. – Т. 2. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.