

ТРАНСФОРМАЦІЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ У 2008–2011 рр. : ПЕРЕДУМОВИ І НАСЛІДКИ

Із другої половини 2008 р. перед українським урядом постала проблема виконання державного бюджету при зниженні обсягів податкових надходжень, низьких залишках на єдиному казначейському рахунку та відсутності доступу до зовнішніх фінансових ринків. Крім того, збереження стабільності банківської системи також вимагало значних вливань держави. В результаті потреба загального фонду державного бюджету у фінансуванні у 2009 р. зросла до 118,5 млрд грн (у 2008 р. з урахуванням 17,5 млрд грн на рекапіталізацію банківських установ і поповнення статутного капіталу НАК "Нафтогаз" потреба у фінансуванні становила 32,65 млрд грн) (рис. 1). Основними факторами зростання були:

- дефіцит загального фонду бюджету України, що зріс з 9,65 млрд грн до 31,7 млрд грн;

- зростання обсягів рекапіталізації банківської системи та докапіталізації НАК "Нафтогаз" – з 17,5 млрд грн у 2008 р. до 56,2 млрд грн у 2009 р.;

- короткостроковий характер запозичень на внутрішньому ринку, що збільшило витрати з обслуговування внутрішнього боргу з 3,66 млрд грн у 2008 р. до 18 млрд грн у 2009 р., і до 32 млрд грн у 2011 р.

Крім того, на 2009–2011 рр. припало погашення кількох серій п'ятирічних ОЗДП.

Ці потреби, як уже зазначалося, загалом були перекриті за рахунок внутрішніх джерел, що значно вплинуло на структуру державного боргу України (рис. 2).

Насамперед це стосується зниження частки зовнішніх джерел фінансування з 75% станом на 01.01.2008 р. до 56% станом на 01.01.2012 р. Основним фактором цього стало погашення значної частини ОЗДП у 2009–2011 рр. та призупинення їхнього розміщення у 2008–2010 рр. (частка ринкового зовнішнього державного боргу знизилась із 44% станом на 01.01.2008 р. до 17–19% у 2010–2012 рр.).

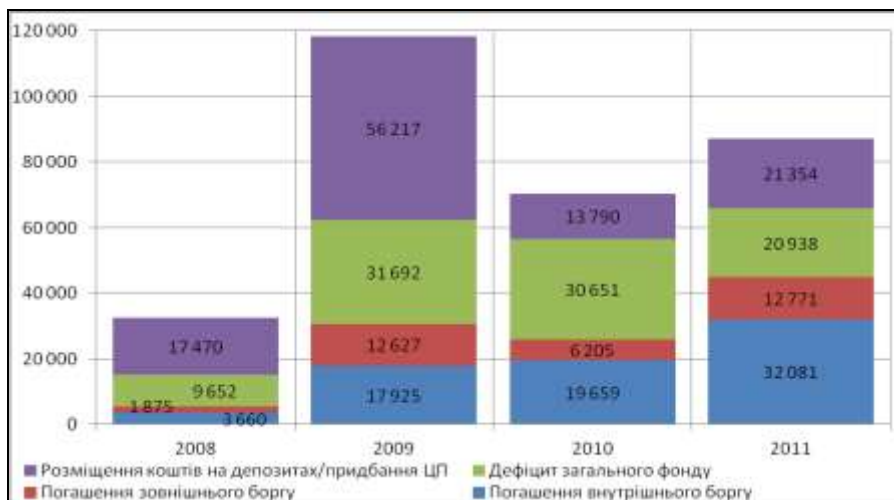


Рис. 1. Фінансування загального фонду державного бюджету України в частині витрат за 2008–2011 рр., млн грн

Джерело: побудовано за даними Рахункової палати України: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/index>>.

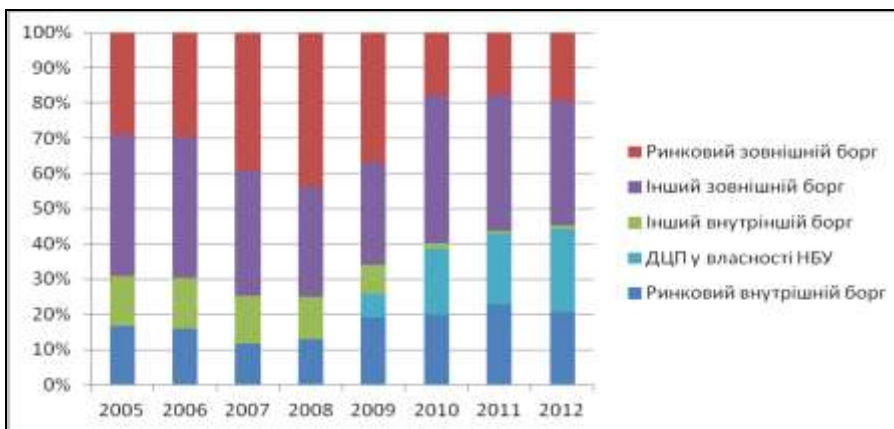


Рис. 2. Динаміка структури державного боргу України у 2005–2012 рр.

Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=287148>.

Частка НБУ в державному боргу України зросла за 2008–2009 рр. на 8% та на 3,7% упродовж 2011 р. Із 2008 р. участь НБУ в державному боргу України відбувається через купівлю та монетизацію ОВДП. Таким чином, із кінця 2008 р. – початку 2009 р. найбільшим власником ОВДП стає НБУ (рис. 3).



Рис. 3. Динаміка структури власників ОВДП за період квітень 2007 р. – квітень 2012 р.

Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=287148>.

Щодо структури власників ОВДП, то зростання фінансових ризиків України та загроза знецінення гривні призвела до втечі нерезидентів з ринку: на початок 2009 р. їхня частка була меншою за 1%.

Із середини 2009 р. до початку 2011 р. основними рушіями внутрішнього ринку державних облігацій стають комерційні банки. Значну роль у цьому зіграло впровадження інституту первинних дилерів та ринкове ціноутворення на ОВДП. У цей період також було відновлене стабільне функціонування вторинного ринку державних облігацій.

Поступова стабілізація фінансової системи знизилася процентні ставки за короткостроковими держоблігаціями з 24–25% до 5–7% (рис. 4). На первинному ринку також відбулося пожаття, що впродовж усього 2010 р. дозволяло уряду успішно здійснювати запозичення переважно короткострокового характеру.

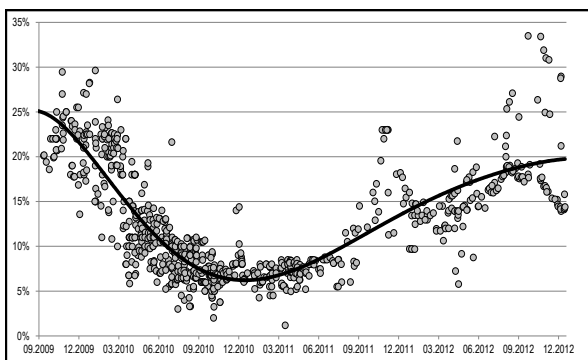


Рис.4. Підсумки торгів ПФТС за дисконтними ОВДП у 2009–2012 рр.

Джерело: побудовано за даними ПФТС: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.pfts.com/uk/trade-results/>>.

Перенасичення ринку ОВДП та зниження ліквідності банківської системи на початку 2011 р. призвели до зростання

процентних ставок на ринку державних облігацій. У цей же період уряд робить спробу збільшити строковість запозичень, вивівши на ринок нові фінансові інструменти, що частково знижували довгострокові ринкові ризики інвестора: ДАДО (державна амортизаційна довгострокова облігація) та ДДОДП (довгострокові державні облігації з достроковим погашенням). Однак на фоні несприятливої кон'юнктури ринку обсяг їхнього розміщення за півроку становив лише 12,6 млн грн.

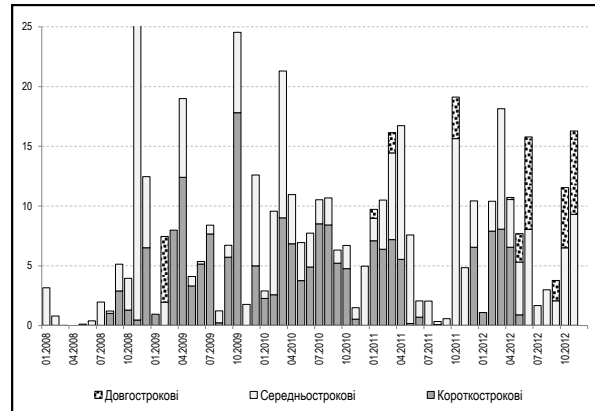


Рис. 5. Відносна величина обсягів первинного розміщення ОВДП по місяцях за 2008–2012 рр.

Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=287148>.

Іншим кроком до зниження урядом витрат на обслуговування внутрішнього державного боргу було різке зменшення доходності своїх ОВДП, що практично зупинило їхнє первинне розміщення. За червень–вересень 2011 р. було розміщено ОВДП обсягом 1,45 млрд грн, основну частину з яких становили трирічні держоблігації зі ставкою доходності близько 10%.

Крім того, у червні 2011 р. уряд починає випускати ОВДП, індексовані до курсу дол. США. А з грудня 2011 р. та з березня 2012 р. – ОВДП, номіновані у дол. США та євро відповідно. Так, обсяги розміщення перших за чотири місяці становили 947 млн дол., а євро-ОВДП за березень – 205 млн євро. Основними покупцями цих цінних паперів стали іноземні банки, які отримують вливання від материнських компаній у валюті, отже, такі ОВДП стали зручним інструментом формування резервів.

Таким чином, випустивши нові типи ОВДП, держава перебрала на себе валютні ризики своїх кредиторів, тоді як один з основних ризиків ринку державних цінних паперів – інфляційний – такі інструменти знижують тільки частково.

Як свідчить світовий досвід, із розвитком інформаційно-комунікаційних технологій уряди країн отримали новий канал розміщення своїх облігацій безпосередньо серед дрібних інвесторів. Так, у 2012 р. казначейство США повністю відмовилося випускати паперові ощадні облігації на фоні успіхів системи TreasuryDirect – мережевого ресурсу, що надає доступ фізичним особам до придбання держоблігацій¹. Успішність розвитку такої системи в США значно пов'язана з особливістю фінансового ринку США (висока частка фондового ринку). Водночас така система має всі передумови для успішного розвитку й в Україні.

¹ Murse T. End of Paper Savings Bonds [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://usgovinfo.about.com/od/moneymatters/a/End-Of-Paper-Savings-Bonds.htm>>.

Донедавна в Україні намагання залучити заощадження населення для фінансування бюджету не приносили вагомих результатів (у 2009 р. було розміщено казначейських зобов'язань лише на 1,4 млн грн; більш вдалі розміщення вдалося провести протягом жовтня – листопада 2012 року, коли державні цінні папери на пред'явника в документарній формі були розміщені в обсязі 100 млн доларів США із строком обігу 24 місяці, номінальною вартістю 500 доларів США, відсотковою ставкою 9,2% річних та сплатою купонів кожні шість місяців).

Серед основних причин низького попиту населення на державні цінні папери варто виділити:

- вхідний бар'єр на ринок. Казначейські зобов'язання мали низьку доходність, тоді як для купівлі більш привабливих ОВДП фізична особа має зробити певні витрати (на відкриття та обслуговування рахунку цінних паперів), компенсувати які можуть тільки значні обсяги інвестування;

- відсутність ліквідного вторинного ринку, що ускладнює вихід із ринку у разі потреби, а отже, підвищує ризики інвестування;

- високі інфляційні ризики. Серед усіх державних цінних паперів не має інструменту, який може компенсувати інфляційні ризики, що є найбільш значущим для цієї групи інвесторів;

- низька поінформованість. В Україні населення не отримує інформацію про можливості інвестування в цінні папери (як приватні, так і державні) на відміну від можливостей інвестування в банківський сектор (поширення інформації фінансується банками);

- низька довіра до держави як емітента, що базується на неповерненні ощадних вкладів СРСР і дискримінаційних умовах погашення державних облігацій 1998 р. для внутрішніх позичальників;

- зручність інвестування. В Україні відсутня можливість прямої купівлі державних цінних паперів через всесвітню мережу, тоді як купівля ОВДП через посередника вимагає значних витрат часу.

Загалом виділяють три основні схеми для залучення заощаджень населення для фінансування бюджету: прямий продаж державних цінних паперів, продаж цінних паперів через посередників та опосередковане залучення через банківську систему.

Наразі в Україні частина розміщених населенням депозитів використовується для придбання держоблігацій, тобто держава залучає заощадження населення лише опосередковано. Основним недоліком є те, що держава не може прямо впливати на обсяг таких інвестицій: збільшення ставок за ОВДП не зумовить зростання процентних ставок за депозитами, а лише зменшить обсяги кредитування реального сектора економіки.

Про проблеми продажу державних цінних паперів через посередників вже йшлося вище.

Щодо зовнішнього ринку запозичень, то починаючи з серпня–вересня 2008 р., довіра до України як позичальника почала падати. Вартість п'ятирічних кредитно-дефолтних свопів зросла з 294 п. п. станом на 02.06.2008 р. до переддефолтних показників у 5385,9 п. п. станом на 05.03.2009 р. (рис. 6).

Перша спроба розмістити ОЗДП після кризи була здійснена у липні 2010 р. Однак ставки за українськими цінними паперами перебували на рівні 8,5%, що було неприйнятним. Перше ж вдале розміщення відбулося у вересні 2010 р. – Україна залучила 2 млрд дол. США: 500 млн дол. США на строк 5 років під 6,9% і 1,5 млрд дол. США на строк 10 років

під 7,8%. У грудні 2010 р. Україна розмістила короткострокові ОЗДП на 0,5 млрд дол. США під 6,7% річних для погашення запозичень в ієні та зниження наслідків від неотримання кредиту МВФ. У 2011 р. було здійснено два розміщення: у лютому – десятирічні ОЗДП із доходністю 8% на суму 1,5 млрд дол. США та у червні – облігацій на 1,25 млрд дол. США на п'ять років під 6,25%.

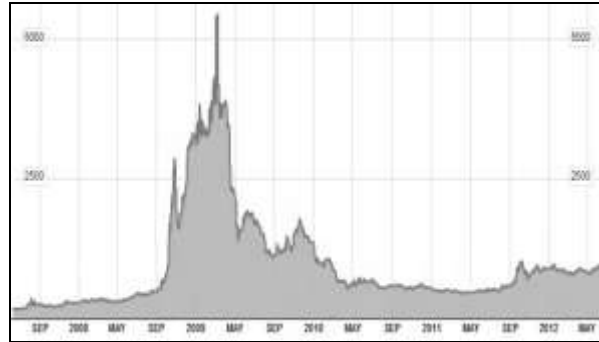


Рис. 6. Динаміка вартості CDS 5Y за 2008–2011 рр.

Джерело: побудовано за даними Bloomberg. [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bloomberg.com/quote/CUKR1U5:IND/chart>>.

Отже, криза державних фінансів 2008–2011 рр. в Україні проявилася не тільки у зростанні бюджетного дефіциту, а й у обмеженості джерел його фінансування. Залучення із зовнішніх ринків були неможливими через високі ризики світової та фінансових систем. Внутрішній ринок мав низьку ліквідність, але разом із тим – і певний потенціал для акумулювання фінансових ресурсів. Це й стало своєрідним каталізатором трансформації ринку державних цінних паперів України.

За роки кризи зовнішні та внутрішні фактори докорінно змінили ринок державних цінних паперів України. Серед зовнішніх факторів варто виділити зниження валютного курсу гривні, підвищення ризиків і зниження ліквідності світових фінансових ринків. До внутрішніх належать зростання потреб державного бюджету у фінансуванні, зниження обсягів кредитування реального сектора економіки, зниження рівня ділової активності.

Основними змінами на ринку державних цінних паперів були:

- впровадження інституту первинних дилерів;
- диверсифікація портфеля цінних паперів України;
- зростання обсягів кредитування уряду національним банком із використанням державних облігацій;
- зниження частки фінансування уряду нерезидентами;
- використання держоблігацій для стабілізації фінансової системи;
- зниження частки ринкового та зовнішнього державного боргу.

У середньостроковій перспективі при подальшому відновленні фінансової системи пріоритетними завданнями при розвитку ринку державних цінних паперів має бути:

- зниження адміністративного тиску на ринок ОВДП;
- зниження частки НБУ до передкризового рівня у 15–20%;
- уніфікація цінних паперів для підвищення ліквідності ринку через вивід цінних паперів, що не мали попиту серед інвесторів;
- залучення заощаджень дрібних інвесторів.