

Ісаєва О.В., аспірант кафедри фінансів

ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», м. Суми

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ СУЧАСНИХ ВНУТРІШНІХ РИНКІВ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті досліджуються сучасні особливості функціонування внутрішніх ринків державних цінних паперів (РДЦП) у економічно розвинених країнах і в Україні. Визначені проблеми, що стримують розвиток вітчизняного ринку на сучасному етапі та можливі шляхи їх вирішення.

Ключові слова: фінансовий ринок, державні цінні папери, державні облигації, державні зобов'язання.

Постановка проблеми. Інтернаціоналізація та глобалізація ринкових відносин, вихід України у глобальне економічне середовище, курс на інтеграцію до Європи зумовлюють кардинальну зміну місця та ролі головних фінансових інститутів у економічному розвитку. У промислово розвинених країнах фінансовий ринок, зокрема така його складова як РДЦП, є важливим інструментом досягнення урядом мети успішного функціонування економіки в умовах ринку та її подальшого зростання, що неможливе без достатнього обсягу фінансових ресурсів. На РДЦП здійснюється залучення та перелив коштів, а це в свою чергу сприяє розширеному відтворенню і виведенню країни з незадовільного фінансового становища. Ефективність функціонування цього ринку, насамперед, залежить від особливостей його організації та регулювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням проблем функціонування ринків державних запозичень займалися у своїх працях багато вітчизняних та закордонних економістів, зокрема, О. Барановський, І. Лютий, Р. Рак, Н. Приказюк, В. Ільченко, Дж. Стігліц, Г. Марковіц, Дж. Хікс та інші. Однак враховуючи те, що зміни на ринку відбуваються

дуже швидко, існує необхідність дослідження сучасних особливостей вітчизняного та зарубіжних ринків, виявлення проблем РДЦП України та їх вирішення з урахуванням досвіду економічно розвинених країн.

Мета статті – визначення ключових особливостей функціонування РДЦП у економічно розвинених країнах і в Україні, проблем, що перешкоджають розвитку ринку та можливих шляхів їх вирішення.

Виклад основного матеріалу. Державні витрати не завжди (а точніше — ніколи) не співпадають з державними надходженнями. Найчастіше держава змушена залучати кошти із зовнішніх джерел у зв'язку з необхідністю вирішити завдання збалансування бюджету, фінансової підтримки виробничої сфери, розвитку соціальної сфери тощо.

Форми залучення державою ресурсів на фінансовому ринку представлені на рисунку 1.

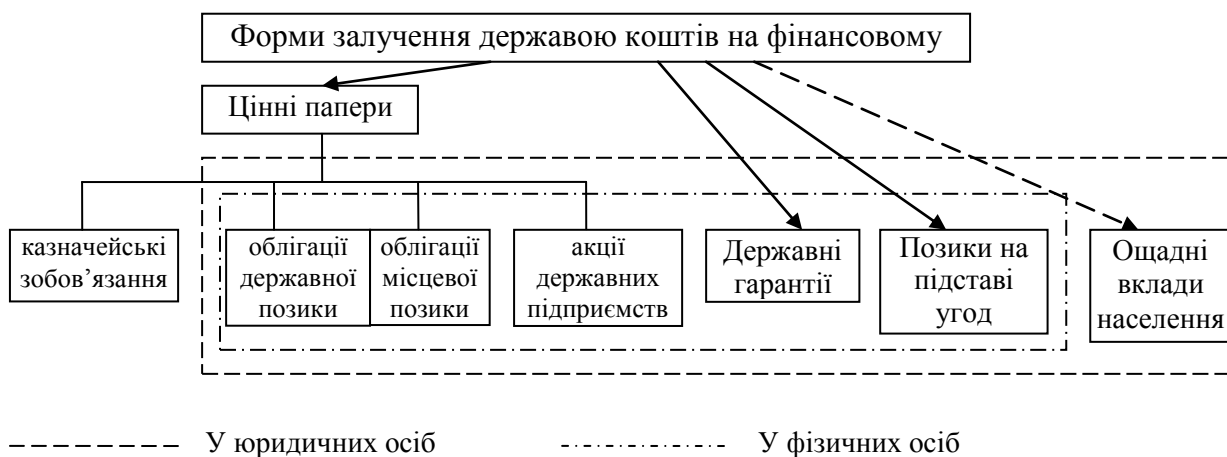


Рисунок 1 – Форми залучення державою коштів на фінансовому ринку

Найчастіше, залучаючи кошти, держава виступає позичальником на ринку. Однак можливі й інші варіанти, зокрема, отримання коштів за видачу державних гарантій та здійснення приватизації.

В економічно розвинених країнах практично вся заборгованість держави втілена в боргових цінних паперах, які є гнучким інструментом регулювання економічних процесів і випускаються для внутрішнього та зовнішнього ринку. Левова частка цінних паперів, емітованих державами, розміщується на внутрішніх ринках [4].

Ринок державних цінних паперів є вагомим сегментом фінансового ринку. Цінні папери держави використовуються як еталон вільного від ризику доходу, як альтернатива іншим варіантам вкладення капіталу.

В організації і функціонуванні ринку державних зобов'язань економічно розвинених країн спостерігається багато спільних рис. Зазвичай на первинному ринку основні рішення щодо виду, дати випуску, строку розміщення та обсягів емісії державних цінних паперів приймаються міністерством фінансів. Однак у деяких країнах міністерство фінансів уступає частину своїх повноважень спеціальному відомству, яке управляє державним боргом. Такі відомства існують у США, Німеччині, Англії, Франції (хоча повноваження відомств мають певні відмінності).

Помітною рисою організації РДЦП економічно розвинених країн є тенденція до посилення незалежності центральних банків та їх регулівної ролі. Функції центрального банку на РДЦП демонструє рисунок 2.

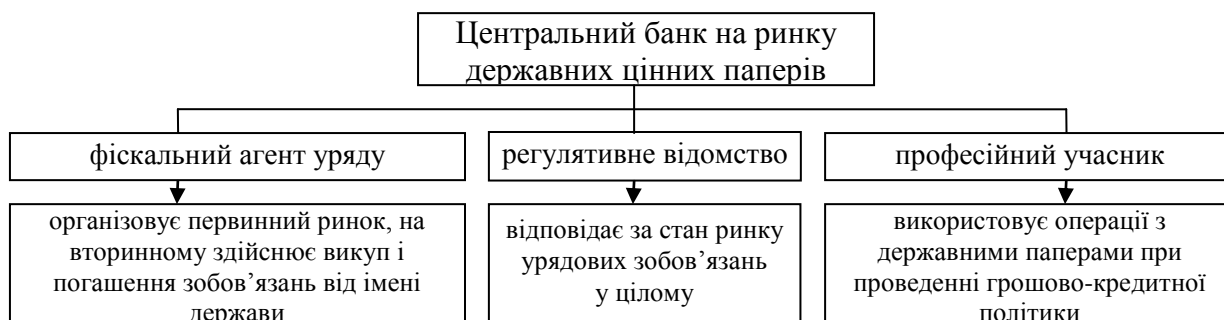


Рисунок 2 – Місце центрального банку на ринку державних цінних паперів

Слід зазначити, що в даний час у багатьох країнах, зокрема у країнах ЄС, діяльність центрального банку як професійного учасника первинного РДЦП заборонена. Функції центрального банку на первинному РДЦП зводяться до обслуговування та розміщення державних паперів. На вторинному РДЦП центральному банку дозволено здійснювати операції лише в інтересах грошово-кредитної політики. Проте на сьогодні у ряді країн з меншим ступенем незалежності центрального банку, в тому числі і в Україні, існує практика викупу не розміщеної ним частини державних

паперів на первинному ринку, що в свою чергу забезпечує необмежене фінансування уряду [5].

Окрім згаданих вище функцій, центральні банки окремих країн виконують функцію депозитарію на РДЦП. Спеціалізовані депозитарії, які обслуговують первинний і вторинний ринок, створені при Банку Англії та при Федеральному резервному банку Нью-Йорка. Головне призначення центрального депозитарію державних цінних паперів – їх дематеріалізація і подальше обслуговування угод з цінними паперами у формі безготівкових розрахунків, що знижує витрати обігу.

Усім розвиненим країнам притаманний високий рівень інтегрованості державних відомств і саморегулювальних організацій. Прикладом такої співпраці є робота Банку Англії і Лондонської фондової біржі, які спільно розробили комп'ютеризовану систему реєстрації угод з цінними паперами на основі їх занесення в реєстр без використання сертифікатів для проведення розрахунків за угодами з державними цінними паперами. Результатом було виникнення Центрального депозитарно-клірингового центру, що дозволило істотно розширити кількість учасників ринку державних зобов'язань, оскільки членами системи можуть бути всі учасники ринку та міжнародні депозитарно-клірингові системи [5].

Окрім того, у більшості економічно розвинених країн спостерігається абсолютне домінування власників, небанківських інституційних інвесторів у структурі власників (значення банків у довгостроковому аспекті має тенденцію до зменшення), що в свою чергу, знижує наслідки інфляції в країні, оскільки даний процес залежить від того, які суб'єкти є покупцями державних цінних паперів.

Структура розвинених РДЦП характеризується перевагою довго- і середньострокових випусків цінних паперів. Серед англосаксонських країн (Канада, США) середній період обігу державних цінних паперів складає близько 6 років. Більш розвинені ринки країн Європи (Німеччина,

Великобританія, Франція) мають триваліший період обігу – близько 10 років, а менш розвинені ринки (Італія, Іспанія) – близько 3 років [5].

Загалом практика організації та регулювання РДЦП свідчить про наявність тенденції інтернаціоналізації та згладжування розбіжностей між окремими країнами.

В Україні на сучасному етапі існують наступні види державних боргових цінних паперів: облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик; цільові облігації внутрішніх державних позик; казначейські зобов'язання. Інструменти РДЦП використовуються в Україні не тільки для наповнення Державного бюджету, а і для досягнення інших цілей – наприклад, з метою рекапіталізації окремих банків, для реструктуризації боргу перед Національним банком України [3].

Цільові облігації внутрішніх державних позик та казначейські зобов'язання в Україні не набули широкого поширення та займають незначну частку у структурі державних цінних паперів, а обіг облігацій зовнішніх державних позик України здійснюється за межами країни. При цьому найпоширенішим видом державних цінних паперів є облігації внутрішніх державних позик (ОВДП), що в основному мають на меті покриття касових розривів та фінансування дефіциту державного бюджету.

Державні цінні папери займають значну частку на фінансовому ринку – у 2011 р. майже третя частина торгів припадала саме на них. Обсяги випуску ОВДП останніми роками суттєво збільшуються (рис. 3). Це обумовлено тим, що з середини 2008 р. внаслідок світової фінансової кризи відбулося значне погіршення макроекономічної ситуації в Україні, в результаті чого дефіцит фінансових ресурсів змусив державу вдатися до запозичень. Найкращим джерелом запозичень є внутрішні позики, оскільки повертаючи відсотки за користування позикою, держава робить внесок у розвиток національної економіки. Іншою важливою причиною здійснення державою саме внутрішніх позик є те, що внутрішні боргові зобов'язання, переважно у вигляді ОВДП, не несуть для держави такої

небезпеки щодо втрати фінансової незалежності, як зовнішні позики. Крім того, розвинений внутрішній РДЦП дозволяє використовувати кошти фізичних осіб та інших суб'єктів господарювання як джерело ресурсного забезпечення інвестиційної діяльності [1].

Обсяги випуску та доходність ОВДП

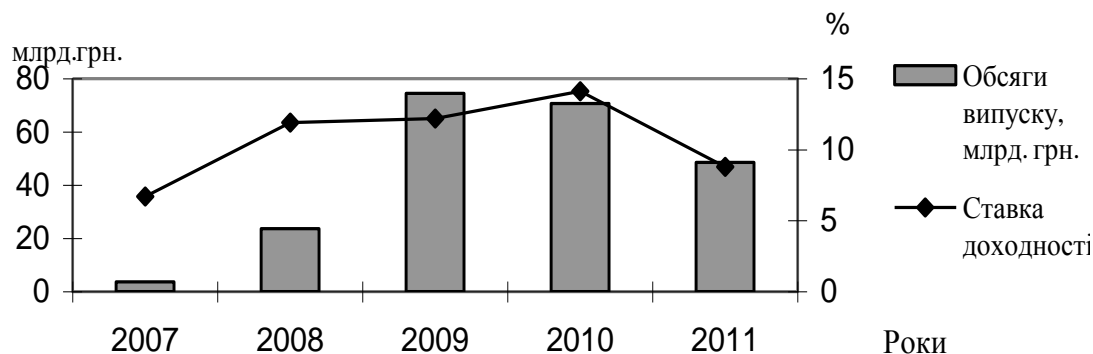


Рисунок 3 – Обсяги випуску та середньозважена доходність ОВДП у 2007-2011 рр.

Визначальним елементом при купівлі інвестором державного цінного паперу є його доходність. Загальний рівень доходності ОВДП в Україні є невисоким, що призводить до зменшення попиту з боку інвесторів, що, в свою чергу, знижує рівень їх ліквідності на ринку.

Залучення коштів за рахунок продажу державних цінних паперів потребує значної довіри до уряду з боку суспільства. Однак сучасний вітчизняний ринок боргових зобов'язань держави характеризується домінуванням НБУ та банків серед його учасників (рисунок 4) [7].

Структура власників ОВДП

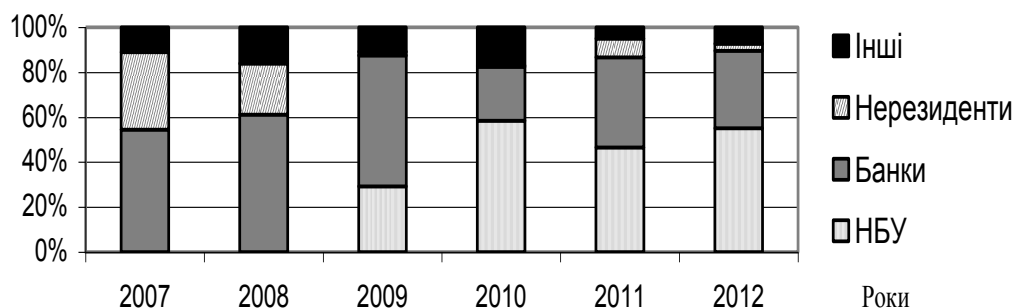


Рисунок 4 – Динаміка структури власників ОВДП у 2008-2012 рр., %

Така структура власників є загрозовою для розвитку ринку та створює небезпечну ситуацію для економіки в цілому.

Головна організаційна роль на ринку ОВДП також належить НБУ – агенту Міністерства фінансів. На нього покладене завдання обслуговування випусків ОВДП та виконання функцій дилера і контролюючого органу [3].

На нашу думку, сучасний вітчизняний ринок боргових зобов'язань являє собою деформовану систему випуску й обігу державних цінних паперів. Основні проблеми функціонування ринку державних запозичень в Україні представлені на рисунку 5.

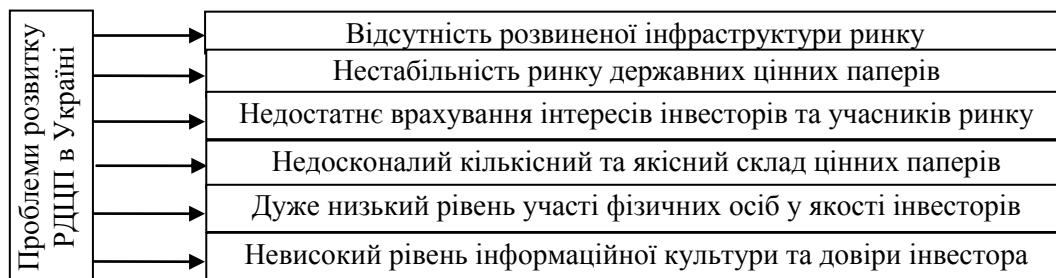


Рисунок 5 – Основні проблеми розвитку РДЦП в Україні

Сьогодні ринок державних боргових зобов'язань не виконує повною мірою функцій обслуговування державного боргу та регулювання попиту і грошового ринку. Його характерними ознаками є короткостроковий характер інструментів та їх розміщення з орієнтацією на рефінансування вже накопиченого боргу.

Завдання удосконалення та розвитку РДЦП України потребує розробки і запровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, інструменти радикального підвищення ефективності інвестиційної складової бюджетних видатків [3].

Визначивши нагальні проблеми розвитку РДЦП, що стримують його розвиток та перешкоджають його ефективному функціонуванню, зазначимо можливі шляхи їх подолання:

- встановлення граничного обсягу перебування в активах НБУ

облігацій внутрішньої державної позики, а також зазначення терміну усунення таких порушень в разі їх виникнення;

- використання коштів єдиного казначейського рахунку для підтримання ліквідності державних цінних паперів на умовах тимчасової їх купівлі;

- випуск ОВДП під конкретні інвестиційні програми, тим самим підвищуючи їх інвестиційну привабливість та зменшуючи частку запозичень на покриття бюджетного дефіциту;

- обов'язкове котирування державних цінних паперів на організаторах торгівлі з використанням системи маркетмейкерів;

- визначення стратегії державних внутрішніх запозичень.

Запозичення зарубіжного досвіду є важливим напрямом подальшого розвитку РДЦП в Україні. На сучасному етапі необхідно здійснити спробу диверсифікувати джерела залучення фінансових ресурсів, підвищити частку запозичень у нефінансовому секторі і збільшити роздрібну базу ринку. Певними кроками у вирішенні цього питання може стати заохочення дрібних інвесторів до купівлі боргових зобов'язань держави за допомогою зниження їх витрат при проведенні операцій з державними цінними паперами. Цікавим у цьому відношенні є досвід США, які запровадили у 1986 р. систему, що дозволяє дрібним інвесторам купувати державні цінні папери з незначними витратами та обмінювати старі облігації на нові за вигідним курсом. У Великобританії дрібні інвестори можуть купувати і продавати облігації за допомогою Національного ощадного облігаційного реєстру, що також знижує рівень їх витрат.

Підвищити рівень залучення коштів населення на придбання державних цінних паперів можна, використовуючи стимулюючий вплив податків: повне або на певний період звільнення від сплати податків, запровадження спеціальних умов оподаткування. Дієвість податкового стимулювання підтверджена досвідом економічно розвинених країн [6].

Ми вважаємо, що недостатній рівень диверсифікованості ринку облігацій України за строками погашення знижує його конкурентоспроможність порівняно з іншими ринками. Тому для України як країни, що має заборгованість за цінними паперами, переважно сформовану за рахунок державних облігацій з невеликим строком обігу, першочерговим завданням є збільшення середнього строку погашення цінних паперів, що перебувають в обігу. Збільшення середньої строковості державних зобов'язань може відбуватися здебільшого за рахунок зменшення частки короткострокових зобов'язань з строком погашення менше одного року і збільшення частки „наддовгих” державних цінних паперів. Результатом такої політики стане зміна часток коротко-, середньо- і довгострокових випусків у структурі боргу, що в свою чергу полегшить його обслуговування [5].

Висновки. Розглянувши особливості функціонування РДЦП в економічно розвинених країнах, можна зазначити, що найпомітнішими з них є: переважання обсягів внутрішніх ринків над зовнішніми; існування спеціалізованих відомств з управління державним боргом; підвищення ступеня незалежності центральних банків та посилення їхньої регулівної ролі; домінування у структурі власників облігацій небанківських інституційних інвесторів; переважання середньо- та довгострокових державних облігацій та тенденція інтернаціоналізації на РДЦП. Вітчизняний же РДЦП має зовсім інші характеристики. Зважаючи на нетривалий період його функціонування, цілком логічним є існування численних диспропорцій та проблем у його розвитку. Однак, не зважаючи на це, даний ринок можна вважати перспективним та доволі динамічним. В сьогоденних умовах усвідомлення його важливості є запорукою вирішення не лише бюджетних проблем, а і проблем функціонування фінансового ринку загалом.

Список літератури

1. Аналітичний огляд ринку облігацій за 1 квартал 2011 року [Електронний

- ресурс] / НРА „Рюрік”. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_%D0%86_kv_2011_review.pdf.
2. Ільченко, В. Сучасний стан вітчизняного ринку державних цінних паперів / В. Ільченко // Ринок цінних паперів України. – 2009. – № 5-6. – С. 21-27.
3. Марченко, С. К. Ринок державних цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] / С. К. Марченко. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/30_NIEK_2011/Economics/3_96167.doc.htm.
4. Охріменко, О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку [Електронний ресурс] / О. Охріменко. – Режим доступу: <http://www.soskin.info/ea/2004/9/20040910.html>.
5. Рак, Р. В. Світовий досвід функціонування ринку цінних паперів / Р. В. Рак // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. - №1(48). – С. 116-122.
6. Федорків, М. Зарубіжний досвід функціонування ринку державних облігацій [Електронний ресурс] / М. Федорків. – Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=279>.
7. Цінні папери / Бюлетень НБУ. - 2012. - №1 (226). – С. 32-33.

Summary

This article analyzes modern features of internal markets of government securities in economically developed countries and in Ukraine. The problems that restrain development of the domestic market at present stage and possible solutions are investigated.