

ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

С.В. Міщенко, Українська академія банківської справи

Одним зі специфічних методів обслуговування первинного ринку державних боргових зобов'язань є їх реалізація синдикатам фінансових організацій, що за визначену комісію беруть зобов'язання купувати певний обсяг цінних паперів за "ринковою" ціною. Ця ціна визначається синдикатом або узгоджується з ним, після чого цінні папери перепродаються членами синдикату іншим учасникам ринку. Іншою можливістю для синдикату могла б стати роль андерайтера, що гарантує розміщення всіх цінних паперів за погодженою мінімальною ціною, якщо в ході аукціону не надійдуть заявки з більш високою ціною. При випуску суверенних цінних паперів, виражених в іноземних валютах, у тих випадках, коли емітент не настільки добре відомий ринку, звичайно використовуються банківські синдикати для керування і гарантованого розміщення позики відповідно до зазначених принципів. Такий підхід має перевагу порівняно з простим встановленням мінімальної ціни, тому що влада в даному випадку може гарантувати розміщення всіх цінних паперів, однак ця гарантія має свою ціну. Керуючому боргом варто вирішити, чи варто йти на такі витрати. На стадії переходу з розвитком ринку можуть бути підстави для використання синдикату андерайтерів.

На першому етапі використання групи первинних дилерів, що виконують посередницькі функції між урядом і кінцевими інвесторами, може коштувати уряду (однак не у вигляді прямих витрат) стільки ж, скільки використання синдикату, особливо, якщо первинним дилерам надаються привілеї або доступ на аукціон обмежується тільки їх колом. Однак при використанні синдикату вартість або маржа фіксована, у той час, як у випадку із системою первинних дилерів вона визначається ринком щодня. З розвитком конкуренції на ринку, тобто у міру того, як первинні дилери будуть змушені знижувати свою маржу, щоб конкурувати один з одним, вартість посередництва для уряду знижуватиметься. Ця додаткова маневреність повинна привести згодом до економії коштів уряду, однак тільки в тому випадку, якщо між первинними дилерами існуватиме достатній рівень конкуренції.

При проведенні аукціонів або емісії цінних паперів за посередництвом синдикатів або андерайтерів уряд звичайно визначає обсяг цінних паперів, що передбачається реалізувати, дозволяючи ринку встановлювати ціну. Підписка на державні цінні папери за фіксованою ціною проводиться в зворотному напрямку: емітент встановлює ціну, після чого інвестори підписуються на той обсяг, який вони готові купити за цією ціною. Якщо уряду необхідно швидко запозичити визначену суму коштів (або центральний банк за розуміннями грошово-кредитної політики прагне швидко нейтралізувати визначений обсяг ліквідності), даний процес, швидше за все, виявиться занадто повільним і складним.

Даний метод випуску може також виявитися корисним для тих країн, де ринок ще не досить розвинутий. Якщо інвесторам не ясно, яка ціна придатна

для подачі заявки, то може бути корисною фіксована ціна (хоча якщо ціна буде високою, а прибутковість низькою, то інвестори просто утримаються від подачі заявок); і публічна підписка, тобто підписка, відкрита для участі всіх зацікавлених осіб протягом прийняттого періоду часу, не вимагає створення таких ринкових структур, як первинні дилери, мережі роздрібного розподілу тощо.

У іншому випадку замість використання методів, які припускають, що весь обсяг випущених цінних паперів буде розміщений на ринку одночасно, влада може використовувати механізм продажу в міру пред'явлення попиту (так звані "tap sales") або схожий механізм безупинного продажу. При механізмі продажу в міру пред'явлення попиту випускається визначений обсяг цінних паперів, що виставляються для реалізації, можливо, за мінімальною ціною; вони продаються учасникам ринку в міру надходження заявок. Реалізація цих цінних паперів може вимагати кількох днів чи навіть тижнів, і влада може зберігати право підвищувати (мінімальну) ціну, якщо попит виявиться великим, або знижувати її, якщо попит послабшає. Безупинний продаж припускає створення цінних паперів відповідно до попиту на їх придбання за ринковою ціною або за ціною, заснованою на поточній прибутковості інших інструментів ринку. Механізми продажу в міру пред'явлення попиту і безупинного продажу дуже схожі з тією відмінністю, що при продажу в міру пред'явлення попиту керуючий боргом, як правило, відіграє більш активну роль при визначенні наявності цінних паперів і їх індикативних цін. Безупинний продаж цінних паперів, власне кажучи, проводиться з ініціативи ринку і може спиратися на існування надійних цін на вторинному ринку, якщо він націлений на оптові ринки, однак це не обов'язково так, якщо механізм безупинного продажу націлений на роздрібний сектор або сектор домогосподарств, що менш чутливий стосовно змін цін.

У багатьох країнах, що розвиваються, використовується метод, який є компромісом між аукціонним методом і методом безупинного продажу. Аукціони можуть проводитися регулярно, часто на щотижневій основі, але значна частина цінних паперів, що випускаються, може не поширюватися через аукціон або в зв'язку з використанням мінімальної ціни відсікання, або через недостатній попит. Нереалізовані цінні папери після цього розміщуються після аукціону. Очікування цього впливає на поведінку учасників, тому те, що номінально є системою аукціонів, може функціонувати як механізм безупинного продажу.

Забезпечуючи маневреність для керуючого боргом і у випадку з механізмом постійного продажу для індивідуальних учасників ринку, дані методи сприяють формуванню невизначеності ринку щодо типів цінних паперів, що випускаються, і частоти випуску. Більше того, вони можуть заважати розвиткові ринку, оскільки інформація про ціни, що дається учасникам ринку в рамках аукціонного методу, скорочується або навіть відсутня (наприклад, ринок у цілому навряд чи знає про обсяг випуску і ціни на цінні папери при методі постійного продажу). Зменшення обсягу інформації веде до зростання невизначеності та, таким чином, до гіршої ціни в довгостроковій перспективі для емітента.

Там, де відсутній постійний ринок, існують підстави для використання інших методів. Ефективно використовуються фінансові організації як посередники для розміщення цінних паперів у приватному секторі, або реалізація в міру пред'явлення попиту, або постійний продаж цінних паперів для задоволення потреб уряду в області фінансування. Коли попит не є постійним, методи випуску, що забезпечують велику чутливість пропозиції стосовно попиту, можуть сприяти стабільності цін і створити кращі умови для посередників на ринку, що дозволяють їм керувати своїми позиціями. Ці методи можна використовувати паралельно з програмою аукціонів із продажу визначених типів цінних паперів (в Об'єднаному Королівстві, наприклад, цінні папери, що індексуються, продаються тільки в міру пред'явлення попиту) або цілеспрямовано для конкретних секторів ринку, на яких рівень або природа попиту можуть не виправдовувати проведення аукціону, і вони можуть використовуватися в рамках оголошеної заздалегідь загальної структури випуску цінних паперів на визначений період. У багатьох випадках такі цінні папери будуть перехідними або допоміжними інструментами, а не тим механізмом, що у довгостроковій перспективі забезпечить основу фінансування боргу та сприятиме розвитку ринку.

Великі інвестори пред'являють попит на цінні папери, які дозволені до обігу урядом та можуть використовуватися для коригування інвестиційних портфелів, управління грошовими потоками і залучення механізму ціноутворення. Однак ці вимоги властиві не для всіх інвесторів. Деяким роздрібним інвесторам, фізичним особам, цінні папери, які обертаються, можуть бути не потрібні. Вони не мають бажання оплачувати прямо чи побічно вартість ринкових структур, необхідних для оптового ринку та забезпечення ліквідності. Тому уряди деяких країн пропонують розробити для продажу фізичним особам боргові інструменти, які обертаються через мережу відділень зв'язку, систему ощадного банку або безпосередньо через банківську систему. Як правило, такі інструменти поширюються методом "постійного продажу". Продаж боргових інструментів, які не обертаються, може покривати значну частину потреби уряду в позичкових коштах і виконувати також корисну функцію, забезпечуючи реалізацію високоякісних ощадних схем для фізичних осіб, тобто той елемент, що за інших обставин може бути відсутнім в економіці перехідного періоду.

Якщо уряд випускає борговий інструмент, якому не дозволено обіг на вторинному ринку, то йому варто передбачити можливість для інвестора продати цей інструмент назад уряду до настання його офіційної дати погашення, хоча і зі штрафом (таким як втрата частини відсотків, що повинні були бути нараховані). Якщо штрафні санкції будуть встановлені на відповідному рівні, то інвестори не прагнутимуть погасити їх раніш терміну, але ті, хто зіткнеться з гострою потребою одержати гроші, зможуть це зробити. Без такого права інвестори не будуть настільки зацікавлені в першочерговому придбанні цих інструментів.

Як правило, організації, що керують боргом, використовують декілька методів з числа вищевикладених при здійсненні своїх програм випуску боргових інструментів. Необхідно виявляти при цьому обачність, щоб використання одного з інструментів не позначилося негативно на інших.

Наприклад, аукціони звичайно проходять найбільш ефективно, коли в їхніх рамках забезпечується концентрація цінних паперів і ринкового попиту, що обумовлює конкуренцію інвесторів. Якщо аукціони з розміщення одного виду цінних паперів проводитимуться занадто часто, то стимул брати участь у будь-якому такому аукціоні може зменшитися. Ствердження зберігає силу й у тому випадку, якщо той самий вид цінного паперу продаватиметься між аукціонами. Що стосується інвестора, то ризик подати низьку, можливо, безуспішну заявку на аукціоні невеликий, якщо той же самий вид цінного паперу може продаватися через тиждень на наступному аукціоні або якщо його можна наступного дня купити у керуючого боргом за середньою акцептною ціною аукціону або за договірною ціною. Керуючому боргом варто оцінити корисний ефект усєї програми випуску цінних паперів, а також структуру складових її елементів.

Питання про графіки випуску цінних паперів припускає компроміс між визначеністю ринку і гнучкістю позиції керуючого боргом. В останні роки ринкові економічні системи виявили тенденцію у бік більшої визначеності.

Ризики, пов'язані з визначеним заздалегідь графіком випуску, наступні:

1. уряд може бути зобов'язаний випустити цінні папери в той час, коли ринки в силу різних причин (як політичних, так і економічних) можуть знаходитися в хиткому чи в турбулентному становищі;
2. уряд може бути зобов'язаний випустити конкретний вид облігації або облігації з таким терміном погашення, попит на який тимчасово дуже низький.

Чим тривалішим є період, на який складається календар, тим легше учасникам ринку здійснювати планування. Це дозволяє первинним дилерам підготуватися і продати весь випуск своїм клієнтам, що особливо важливо для іноземних інвесторів, які не сконцентрували увагу на даному ринку і яким може знадобитися здійснити переказ валютних коштів. Це також зменшить побоювання, що керуючий боргом здійснить непередбачувані дії. Наприклад, ринок може очікувати, що випуск довгострокових цінних паперів буде досить незначним і тому заявити на них високу ціну, коли вони почнуть продаватися (припускаючи, що попит перевищить пропозицію). Якщо уряд згодом значно збільшить випуск довгострокових цінних паперів, то це сприятиме зниженню ціни, приводячи до утворення збитку через зміну поточних цін для тих, хто вже подав заявки, придбав цінні папери, і призведе в такий спосіб до більш обережної подачі заявок (тобто за більш низькими цінами) у майбутньому.

Там, де швидко розвивається ринок або відбувається економічна стабілізація (наприклад, якщо загальна сума, що повинна бути притягнута за рахунок випуску цінних паперів дуже невизначена або очікуються значні зміни кривої прибутковості в зазначений період), існують підстави для збереження значної маневреності в питаннях випуску цінних паперів. Однак розмаїтість реалізованих цінних паперів може бути не настільки широким як у більшості країн з розвинутою ринковою економікою (наприклад тому, що не можливо випускати довгострокові боргові інструменти), тому недостатня попередня інформація може істотно не вплинути на невизначеність ринку. Можливо основним чинником у цьому зв'язку буде впевненість ринку в тому, що влада

взяла на себе зобов'язання здійснювати постійну програму випуску цінних паперів, збільшуючи поступово глибину і ліквідність ринку.

У більшості розвинутих ринкових системах розрахунок здійснюється наступного дня (T+1), але може бути зроблений і в той же день, або у деяких випадках через кілька днів (або навіть тижнів). Як правило, розрахунок здійснюється цілком або більшою частиною через клірингову систему, засновану на електронному переказі коштів.

Роздрібних покупців, особливо тих, хто робить неконкурентні заявки при повній гарантії їх задоволення, можна попросити оплачувати цінні папери завчасно, але у випадку з оптовими покупцями, що подають конкурентні заявки, при яких виділення цінних паперів не гарантується, авансові платежі збільшуватимуть вартість їхньої участі. Це призведе до скорочення участі в крайніх випадках і до більш низького рівня заявок. На ринках, що розвиваються, керуючий боргом може залучити до прямої участі широку групу контрагентів (імовірно, якщо це вважається необхідним для підвищення рівня попиту). Але якщо він не може бути цілком впевненим у тому, що дані контрагенти виконають усі умови своїх заявок, то керуючому боргом доведеться вибирати. З одного боку, він може прохати зробити передоплату або, з іншого боку, зіштовхуватися з ризиком необхідності переглядати результати або затримувати їх публікацію на тривалий період часу. Компромiсним рішенням може бути прохання до цих учасників надати банківські гарантії платежів, але банки, звичайно ж, братимуть плату за такі гарантії та, можливо, на такому рівні, що зробить їх використання недоцільним.

З погляду ринку, переваги мають як розрахунок, так і оголошення результатів на ранньому етапі. Навіть коли результати стають відомі, переможці аукціону не можуть спокійно торгувати своїми позиціями (наприклад, через ОПП), якщо розрахунок за успішними заявками на аукціоні затримується на кілька днів. З іншого боку, проведення розрахунку в той же день може змусити учасників резервувати кошти до того моменту, коли вони довідаються, чи стала їх заявка успішною, підвищуючи фактичну вартість їх участі (як у випадку з передоплатою).

Первинні дилери повинні вирішити, чи довіряти своїм клієнтам або вимагати передоплату, ґрунтуючись на природі взаємин з ними. Якщо кількість первинних дилерів буде достатнім, то ринкові сили (конкуренція) не дозволять первинним дилерам збирати монопольний прибуток, використовуючи своє привілейоване положення, знявши одночасно з центрального банку частину адміністративного тягаря. Це може бути корисною моделлю залежно від стадії розвитку ринку і цілей для його розвитку в майбутньому.