

ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ІНДЕКСОВАНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ІНСТРУМЕНТА РИНКУ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

У статті досліджено проблеми випуску та первинного розміщення державних боргових зобов'язань у формі індексованих цінних паперів; розглянуто методи та показники індексації, особливості оподаткування, строки розрахунків.

Ключові слова: фінансові інструменти, боргові зобов'язання, цінні папери, індекси споживчих цін, оподаткування, фондові індекси, інвестори.

Одним із різновидів боргових зобов'язань є індексовані цінні папери, що індексуються відповідно до споживчих цін. Серед країн – учасниць ОЕСР – Великобританія є найбільшим емітентом цінних паперів, індексованих відповідно до споживчих цін, частка яких складає близько 18 % державного боргу Великобританії. Взагалі, можуть використовуватися інші індекси, наприклад, середній заробіток, ціни або навіть індекси фондового ринку. Основна проблема при використанні середнього заробітку пов'язана з тим, що хоча він може задовольнити потреби багатьох інвесторів, він є менш надійним, ніж ІСЦ. Індексція відповідно до ціни виробника або індексів фондового ринку технічно дуже проста, але перша менш прийнятна для інвесторів, ніж індексція відповідно до споживчих цін, а друга – майже напевно буде менш стабільною, ніж погоджування з ІСЦ і, ймовірно, не задовольнить потреби більшості інвесторів у державних цінних паперах. До інших країн – учасниць ОЕСР, що емітують індексовані цінні папери, входять: Австралія, Канада, Угорщина, Ісландія, Мексика, Нова Зеландія, Польща, Швеція, Туреччина і з 1997 р. США. Значний випуск здійснюється також у Чилі, Колумбії та Ізраїлі. Однак у Німеччині індексція цінних паперів є незаконною. Аргентина в минулому теж випускала індексовані облігації, але в даний час індексція там є також незаконною.

Якщо уряд досягає великих успіхів у скороченні або утриманні на низькому рівні інфляції, ніж очікує ринок, то вартість фінансування для нього буде менше при випуску індексованих цінних паперів, ніж у випадку розміщення цінних паперів з фіксованим купоном. Але якщо інфляція несподівано виросте або через м'яку грошово-кредитну політику або в результаті екзогенного порушення економічної рівноваги, вартість фінансування для уряду зросте порівняно з випуском цінних паперів з фіксованим купоном. Хоча це стимулює уряд не пом'якшувати надмірно грошово-кредитну політику, це свідчить, що індексовані цінні папери можуть виявитися дорогими, якщо рішучість уряду боротися з інфляцією не є досить сильною (хоча, якщо інфляція буде вище ніж прогнозувалося, номінальні доходи уряду також повинні бути вище ніж передбачено в бюджеті).

Існує аргумент, що індексовані цінні папери є хеджуванням на випадок коливання доходів уряду, викликаних інфляцією, і в такий спосіб мінімізують інфляційний ризик для державних фінансів. Коли інфляція скоротиться, то надходження від прибуткового податку, податку з доходів корпорацій і податку на додану вартість також матимуть тенденцію до скорочення, ніж за інших обставин, тому що номінальна база оподаткування зростає повільніше, ніж при високій інфляції. Якщо інфляція виявиться вище прогнозу, номінальні доходи теж зростуть. Це широке хеджування корисне саме по собі, тому що сприятиме пом'якшенню траєкторії бюджетного дефіциту. Але уряду все-таки варто очікувати переваги від скорочення інфляції. Якщо інфляція скоротиться, то при всіх інших рівних умовах економічне зростання повинно прискоритися, збільшуючи базу оподаткування; і навпаки, якщо інфляція виявиться вище очікувань. Незважаючи на визначену переконливість цього аргументу, все ще мало емпіричних даних на його підтримку.

Індексовані цінні папери повинні також забезпечувати деяку економію коштів для уряду як емітента, навіть якщо інфляція відповідатиме очікуваній траєкторії протягом терміну дії цінних паперів, тому що вони мінімізують інфляційний ризик для інвесторів. Багато інвесторів, особливо роздрібних, заплатають надбавку за таке “страхування від інфляції”. Чим вища і нестабільніша інфляція, тим вища буде премія страхування від інфляції, яку інвестори вимагатимуть для цінних паперів з фіксованим купоном. Якщо інфляційний ризик високий, то цінні папери, індексовані відповідно до ІСЦ, за інших рівних умов будуть дешевою формою фінансування уряду, навіть якщо інфляційні очікування уряду будуть такими ж як у ринку. Але інші умови – рівень попиту, ліквідність вторинного ринку та інше – можуть виявитися нерівними. Окрім того, страхова премія від інфляції за цінними паперами з фіксованим купоном згодом повинна впасти настільки, наскільки успішною буде антиінфляційна діяльність уряду: відносна перевага індексованих цінних паперів для емітента тоді відповідно скоротиться.

Дані цінні папери також розширюють спектр інструментів, які уряд може запропонувати інвесторам. Це повинно збільшувати попит, особливо

тих інвесторів, хто віддає перевагу стабільності в реальному вартісному вираженні номінальним грошовим потоком.

Індексовані цінні папери також можуть забезпечити переваги для уряду в плані керування боргом, тому що вони дозволяють уряду випускати боргові інструменти з більш тривалим терміном погашення ніж, можливо, при використанні цінних паперів з фіксованим купоном. Це може бути дуже корисним для керування боргом, особливо у країнах з високою інфляцією, де боргові інструменти є переважно короткостроковими і повинні часто продовжуватися. Введення облігацій, індексованих відповідно до ІСЦ і з фінансовими показниками, у Чилі, Мексиці і Польщі мало на меті сприяти розвитку ринку довгострокових облігацій. Проте емітентам варто поступово збільшувати терміни погашення: інвестори, які звикли до трьох- і шестимісячних цінних паперів, з великою обережністю поставляться до несподіваного введення індексованих облігацій з терміном погашення в 10 років.

Але індексовані цінні папери покладаються на існування реального індексу споживчих цін. Якщо існують великі розбіжності між різними тимчасовими рядами цін, наприклад, регіональним і національним, тижневим і місячним, тимчасовими рядами цін виробника і споживача, то треба буде переконувати інвесторів в тому, що обрані тимчасові ряди є найбільш надійними і найбільш значимими для них. Також очевидна важливість того, щоб “кошик” товарів і послуг, на підставі якого розраховується індекс, був придатним; не повинно бути підозри, що уряд впливає на індекс штучно. Якщо виникне невизначеність щодо точності або надійності індексу, то в цьому випадку індексація цінних паперів замінить один тип невизначеності на інший замість того, щоб її ліквідувати, і тому не принесе максимальних переваг. Іншими словами, якщо якість страхового поліса, реалізованого урядом, низької якості, то уряд не може розраховувати на те, що йому за цю страховку багато заплатять.

Також документація повинна враховувати, що індекси цін періодично переглядаються: зміст кошика або вага різних компонентів можуть бути змінені і переглянуті. Як емітент, так і інвестор повинні знати, які дії здійснюватимуться в цих випадках.

Спочатку може бути неясно, якою повинна бути прийнятна реальна відсоткова ставка. При відсутності регулювання капіталу можна було б припустити існування “світової” реальної відсоткової ставки; однак це, як уявляється, не відповідає дійсності (більше того, порівняння країн може вводити в оману через вплив різних режимів оподаткування номінальної валової відсоткової ставки). У Великобританії перші випуски індексованих цінних паперів приносили реальну прибутковість близько 2 %, однак у даний час прибутковість підвищилася приблизно до 3,5-4 %. Перший випуск у США на початку 1997 р. мав трохи меншу прибутковість. В інших країнах, наприклад, Австралії, Канаді і Швеції

реальна прибутковість була вищою. Уряди деяких із названих країн не хотіли визнати, що вони виплачують 5-6 % у реальному вираженні, навіть якщо ця умова закладена у звичайних цінних паперах.

Використання індексованих цінних паперів сприяє зміцненню довіри інвесторів до антиінфляційного курсу уряду, оскільки скорочує для нього привабливість ерозії реального тягаря номінального боргу шляхом запровадження незапланованих інфляційних заходів. Ця перевага індексованих цінних паперів, однак, виявиться згодом. Довіра інвесторів більшою мірою залежить від даних про низький рівень інфляції, ніж від свідчень про благі наміри уряду або його бажання випустити боргові зобов'язання.

У країнах з високою інфляцією, де борг уряду є переважно короткостроковим, жорсткість грошово-кредитної політики дуже швидко збільшить відсоткову вартість як цінних паперів з фіксованим купоном, так і цінних паперів, “прив'язаних” до відсоткових ставок на короткостроковому грошовому ринку. Це може обумовити небажання уряду починати необхідні дії в галузі грошово-кредитної політики. На відміну від цього, вартість існуючих і майбутніх випусків цінних паперів, індексованих відповідно до ІСЦ, напевно, скоротиться в середньостроковій перспективі, якщо будуть здійснені відповідні дії в галузі грошово-кредитної політики, тому що це має знизити інфляцію в майбутньому.

Можна заперечити, що індексовані цінні папери можуть призвести до зіткнення інтересів з бюджетно-податковою політикою. Наприклад, якщо уряду необхідно збільшити доходи, то найбільш ефективним способом може стати підвищення податку на додану вартість, але це тимчасово підвищить рівень інфляції, і в такий спосіб автоматично зростуть витрати уряду на оплату відсотків за індексованими цінними паперами відповідно до того, наскільки податок на додану вартість вплине на ІСЦ.

Різниця в прибутковості між цінними паперами з фіксованим купоном і цінними паперами, індексованими відповідно до споживчих цін, з однаковими термінами погашення надає уявлення про інфляційні очікування ринку. Коли випущено декілька цінних паперів з фіксованим купоном і цінних паперів, індексованих відповідно до споживчих цін, з різними термінами погашення, то це дозволяє оцінити інфляційні очікування для різних періодів і може стати важливою інформацією для влади. Але якщо цінні папери, індексовані відповідно до споживчих цін, випускаються тому, що рівні за терміном погашення цінні папери з фіксованим купоном не можуть бути випущені за прийнятною ціною, то це порівняння неможливо буде зробити на початковому етапі. Необхідно буде зачекати, принаймні, декілька місяців, перш ніж деякі випуски індексованих цінних паперів досягнуть такого стану, коли термін, який залишився до погашення,

відповідатиме ліквідній частині ринку цінних паперів з фіксованою відсотковою ставкою.

Існує думка, що випуск цінних паперів, індексованих відповідно до споживчих цін, особливо при відсутності будь-яких необхідних заходів фіскального коректування, може бути сприйнятий як здійснення індексації в більш широкому плані, що, у свою чергу, послаблятиме “опір” інфляції населення в цілому. Цей аргумент використовувався Банком Італії в 1981 р. проти введення індексації цін. Було б серйозною помилкою рухатися в бік індексації державного боргу відповідно до цін, не усунувши спочатку фундаментальні причини дисбалансу бюджету. Існують приклади того, як широка індексація в економіці створює рівень “інфляційної інертності”, однак складніше продемонструвати, як індексація державних цінних паперів веде до більш широкого застосування індексації. Це насправді не відбулося у Великобританії.

Часто потік платежів за індексованими цінними паперами збільшується наприкінці їх терміну. Зазвичай, та частина доходу, що пов’язана з реальною інфляцією, фактично капіталізується і виплачується на дату погашення (якщо основна сума індексується і цілком виплачується на дату погашення, а не протягом терміну дії цінного папера). Це скорочує дефіцит уряду на грошовій основі, на якій базується більшість дефіцитів. Якщо ринок вирішить, що справа саме в цьому, то довіру до антиінфляційної політики уряду буде послаблено. Цей же аргумент застосовуємо до випуску цінних паперів з нульовим купоном з терміном погашення більше одного року.

Деякі з переваг індексованих цінних паперів, зокрема, більш дешеве фінансування за рахунок зниження невизначеності для інвестора, можуть також забезпечуватися й іншими інструментами – такими, як цінні папери з плаваючою відсотковою ставкою. Але індексація відповідно до ІСЦ відрізняється за цілим рядом важливих аспектів – від “прив’язування” цінного папера до міжбанківських відсоткових ставок до прибутковості інших видів цінних паперів на вторинному ринку:

- уряд має значно кращі можливості для впливу на короткострокову прибутковість і на відсоткові ставки через операції центрального банку на ринку, ніж для впливу на інфляцію в короткостроковій перспективі. Тому ІСЦ практично є більш незалежним. Інвестори, які побоюються непослідовного поведіння влади протягом періоду обігу, можуть зажадати додаткову премію до ціни цінних паперів, індексованих відповідно до фінансових показників, у порівнянні з індексованими відповідно до споживчих цін;
- індексація у відповідності до ІСЦ забезпечує інвестору деякий передбачуваний реальний дохід, доки він володіє цінним папером, але його ціна на вторинному ринку коливатиметься відповідно до реальних відсоткових ставок.

Реалізований дохід за будь-якою інвестицією в цінні папери, звичайно, залежить від того, чи буде цінний папір утримуватися до дати погашення або буде перепроданий на вторинному ринку. “Прив’язування” до відсоткової ставки короткострокового грошового ринку не дасть визначеного реального доходу в період володіння цінним папером, але вартість цінного папера на вторинному ринку, як правило, залишатиметься близькою до номіналу (тобто номінальна вартість цінного папера стабільна, а інвестор захищений від коливань реальної відсоткової ставки);

- зазвичай, варто використовувати більш старий індекс цін для того, щоб оплата купона й основної суми могла бути розрахована й виплачена на дату погашення: інфляцію можна “спостерігати” тільки з запізненням. Наприклад, у проспекті може бути зазначено, що дані платежі розраховуються відповідно до ІСЦ, підготовленим за три місяці до дати платежу, так що платіж за шестимісячним купоном в червні (T+0) залежатиме від ІСЦ у період до березня (T-9 до T-3), що буде відомий не раніше квітня (T-2). На відміну від цього, платіж за шестимісячним купоном на дату T за цінними паперами, “прив’язаними” до відсоткових ставок на грошових ринках, звичайно буде заснований на відсотковій ставці за період у шість місяців T-6, тобто платіж за купоном наприкінці терміну дії відсоткової ставки буває точно відомий на початку цього періоду.

Це може означати, що платежі за купонами не слід робити занадто часто для того, щоб індексація купонів була ефективною. Наприклад, кварталний купон з відставанням у три місяці означатиме, що платіж за купоном не відбив інфляцію за період нарахування відсотків за цим купоном. На відміну від цього, у випадку з індексованим цінним папером з нульовим купоном з терміном погашення в 12 місяців з відставанням індексації у два місяці купон відбиватиме інфляцію за перші 10 місяців з 12, у які здійснювалося нарахування відсотків за купоном плюс два місяці, що передували випуску. Це повинно забезпечити інвестору кращий захист від інфляції. Чим довше термін погашення цінного папера за умови, що індексація основної суми капіталізується і виплачується цілком на дату погашення, тим менш значним є відставання.

У ряді країн система оподаткування фактично вимагає, щоб інвестор знав вартість наступного купона, що підлягає оплаті, і тому відставання індексації повинно бути більше періоду, охопленого купоном. В Австралії і Новій Зеландії період купона за індексованими цінними паперами був відповідно встановлений на рівні трьох місяців.

Існує два варіанти індексації. У першому – платіж, пов’язаний з інфляцією, припадає цілком на дату погашення, так що грошовий потік знаходиться на

низькому рівні в період обігу цінного папера і на високому – наприкінці періоду. “Дьюрейшн” – середньозважений термін до погашення визначеного грошового потоку – такого цінного папера буде більше ніж для цінних паперів з фіксованою відсотковою ставкою з однаковим терміном погашення. Це може бути прийнятним для деяких інвесторів, особливо у країнах з відносно високою інфляцією, і в такий спосіб знижувати вартість фінансування. У другому варіанті платежі, що компенсують інфляцію, здійснюються наприкінці періоду кожного купона. Це означає, що, *ex ante*, потік платежів відповідатиме платежам за цінним папером з фіксованим купоном, виходячи з того, що в останньому випадку не виплачуватиметься “інфляційна премія”, а рівень інфляції буде стабільним. *Ex post*, структура і сума платежів розрізнятимуться відповідно до того, наскільки реальна інфляція відрізнятиметься від прогнозу.

Таким чином, грошові потоки для різних типів цінних паперів розходяться більше в міру зростання інфляції.

З точки зору уряду як емітента індексовані цінні папери мають чотири основні переваги. Перша може бути досягнута, якщо інфляція знизиться раніш, ніж очікує ринок. Це, скоріш за все, буде разова перевага, пов’язана зі стабілізацією економіки. Друга і третя повинні охоплювати більш тривалий період. Навіть при відносно низьких рівнях інфляції деякі інвестори все-таки платитимуть за страхування від інфляції, пропоноване цими облігаціями, а це та страховка, яку уряду зручно продавати. Індикація повинна дозволити уряду випускати облігації з більш тривалим терміном погашення у порівнянні з неіндексованими облігаціями. Четверта перевага полягає у тому, що співіснування облігацій з фіксованою відсотковою ставкою й індексованими облігаціями може бути індикатором рівня інфляційних очікувань ринку.

Проте такі цінні папери, як очікується, можуть добре працювати тільки там, де індекс є значимим для інвесторів і вважається надійним. Більш того, вони не будуть настільки ліквідні в операціях на вторинному ринку як цінні папери з фіксованою (номіальною) відсотковою ставкою, і ринок може “брати плату” за дану втрату ліквідності.

Якщо існує попит на даний тип цінних паперів, то з боку індивідуальних інвесторів чи то з боку інституціональних, існують вагомі аргументи на користь розгляду питання про їх випуск. Вони пропонують корисне хеджування для доходних потоків уряду і повинні також забезпечувати рентабельний спосіб фінансування.

Summary

The article has analyzed the problems of output and primary disposition of state liabilities for debts in the form of indexing securities; it has considered the methods and indicators of indexation, the peculiarities of taxation, and terms of payment.

