

УДК 336.581.2:332.1

*Ю.А. Авксентьєв, канд. екон. наук,
Українська академія бізнесу та підприємництва*

СТВОРЕННЯ ВТОРИННОГО РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ПОЗИК (РЕГІОНАЛЬНИЙ АСПЕКТ)

Постановка проблеми. Протягом останніх п'яти років відбуваються зміни у системі господарювання та структурі власності в регіонах України, значно збільшилась територіальна диференціація рівня економічного розвитку регіонів України. Розвиток таких процесів, у першу чергу, пов'язаний з відсутністю ефективних механізмів стримування його дії та стимулювання гармонійного розвитку регіонів на основі підвищення ефективності використання їхнього потенціалу.

Той факт, що зростання інвестицій в основний капітал навіть перевищило зростання ВВП в останні роки, є однією з найбільш обнадійливих ознак для економічного розвитку України.

Аналіз останніх досліджень та публікацій показує, що у національних рахунках інвестиції в основний капітал в Україні складають майже 20 % ВВП. Майже чверть з них – це інвестиції в нерухомість. Це відповідає показникам багатьох інших країн з перехідною економікою в цьому регіоні, але є нижчим, ніж у більшості розвинутих країн, які досягли успіхів у залученні великого обсягу прямих іноземних інвестицій. Нині серед найбільш розвинутих країн окреме місце посідає Польща, інвестиції якої в основний капітал в 2002 р. склали лише 19 % ВВП. Однак упродовж 1997-2000 рр. інвестиції в Польщу сягнули понад 24 % ВВП.

Незважаючи на те, що рівні інвестицій в Україні, схоже, достатні для підтримки економічного зростання загалом, не зрозуміло, чи будуть вони достатніми для підтримки сталого швидкого зростання в середньостроковій перспективі. Потужне зростання з 2000 р., безперечно, відобразило низькі граничні витрати на розширення виробництва в багатьох сферах через надлишкові потужності після вільного спаду виробництва в 1990-х рр. За цих умов зростання внутрішнього попиту мало набагато більший вплив на обсяги виробництва, ніж ціни. Однак граничні витрати зростають в міру того, як виробничі потужності стають більш обмеженими, що робить інвестиції в основний капітал разом з більш ефективним

асигнуванням наявних ресурсів дедалі важливішим чинником, що визначатиме можливості майбутнього зростання [5].

У цьому контексті енергетичний сектор і сектор комунальних підприємств заслуговують на особливу увагу. Упродовж перехідного періоду ці сектори постійно неофіційно субсидували населення і виробників через низькі тарифи і неплатежі. Частину цих субсидій було перекладено на бюджети шляхом податкових заборгованостей енергетичних компаній або прямих бюджетних субсидій. Однак фінансування іншої частини здійснювалося через припинення інвестування, спричиняючи до поступового погіршення інфраструктури. Це була реалістична стратегія в період зниження обсягів виробництва і попиту на енергію, коли залишалися значні надлишкові потужності в енергетичному секторі. За оцінками експертів, значні надлишкові потужності досі не вичерпано в електроенергетиці. Однак попит на енергію продовжує зростати, а інфраструктура погіршується [1].

Мета дослідження. Існуючі проблеми при створенні ринку місцевих позик пов'язані з тим, що інвестори приймають рішення щодо купівлі муніципальних облігацій в умовах невизначеності та при цьому з'являється ризик прийняття невірної та неефективного рішення. Адже цикли на ринку муніципальних позик можуть тривати різні періоди часу, але, якщо протягом тривалого часу ціни на муніципальні облігації зростають, то, як наслідок, це зміцнює кредитну історію муніципалітетів. Тому, під час “буму” у інвесторів може виникнути обманливе відчуття безпеки, оскільки прибутковість облігацій збільшується та зростає якість кредитного портфеля інвестора. Ця ситуація характеризується тим, що при високій прибутковості облігацій інвестори недооцінюють ризики фінансових вкладень. Це супроводжується зменшенням уваги до ризиків, пов'язаних з інвестиціями у муніципальні облігації, оскільки вважається, що муніципальним облігаціям притаманний низький ризик. Також інвестори можуть недооцінювати ризик надмірної активності в галузі муніципальних позик через недостатність інформації або неефективний аналіз. Навіть при найкращих обставинах важко розрахувати поточну вартість та прибутковість муніципального проекту, оскільки на це впливають зовнішні чинники: інфляція, знецінення обладнання внаслідок амортизації, або невірна оцінка кон'юнктури ринку. За умови, коли активне використання позикового капіталу поєднується з недостатньою інформацією, може статися так, що інвестори фінансуватимуть проекти, які є надто ризикованими або безприбутковими [6].

Виклад основного матеріалу. Таким чином, слід приділяти особливу увагу ризикам у процесі прийняття рішення щодо інвестування грошей у муніципальні проекти або при купівлі муніципальних облігацій. Для сучасної оцінки ризиків, притаманних тому чи іншому проекту, слід використовувати елементи ризик-менеджменту як ефективної системи управління бізнесом, окремими проектами та портфелями цінних паперів [2].

Через сек'юритизацію муніципальних позик Фонд муніципального розвитку (ФМР) має спрямовувати довгострокові надлишкові кошти інвесторів, що вкладають гроші у боргові інструменти, надавачам кредитів органам місцевого самоврядування (далі – ОМС) і, таким чином, забезпечувати фінансовими ресурсами первинних позикодавців, які вони можуть використовувати для надання додаткових кредитів.

Залежно від строків надання муніципальних позик (котрі, як правило, довгострокові), та короткострокового характеру джерел фінансування ФМР має забезпечувати ліквідність, зменшуючи коливання структури муніципальних облігацій, а також розрив між строками надходження та використання ресурсів.

ФМР допомагатиме фінансовим установам, які надають муніципальні позики, знизити ризики відсоткових ставок. Продаж муніципальних облігацій ФМР за фіксованою ставкою для визначеного терміну надає змогу знизити ризики по облігаціям з фіксованою відсотковою ставкою.

Із створенням ФМР значно розшириться ринок приватних боргових інструментів, тому що на ринку облігацій муніципальних позик з'являться не тільки державні боргові зобов'язання.

З метою уникнення ризиків, пов'язаних з реалізацією кредитних та інвестиційних проектів, необхідно крім впровадження ризик-менеджменту використовувати інструменти вторинного боргового ринку муніципальних облігацій. Для забезпечення розвитку вторинного ринку муніципальних облігацій та сек'юритизації ринку необхідне створення спеціальної установи, тому для виконання цих функцій має бути створений Фонд муніципального розвитку, метою якого буде розвиток вторинного ринку муніципальних облігацій.

Процес створення та розвиток ФМР складатиметься з декількох етапів, кожен з яких має свої проблеми.

На першому етапі розвитку ФМР необхідно використовувати один інструмент фінансового ринку у вигляді придбання муніципальних облігацій за фіксованими ставками (близько 5 років). Цей етап характеризуватиметься невисокими обсягами муніципальних

позик, які продаватимуться компанією через те, що фінансові установи не знайомі з діяльністю та перевагами роботи з ФМР.

На другому етапі (близько 10 років) спостерігатиметься прискорення зростання. На цьому етапі необхідно супроводжувати діяльність ФМР активною рекламою серед фінансових установ та запроваджувати нові продукти та послуги, які б відповідали потребам ринку. ФМР має розширювати клієнтську базу, купуючи муніципальні облігації в урядів, фінансових установ та організацій.

Продаючи муніципальні позики ФМР, фінансові установи мають змогу хеджувати свій ризик відсоткової ставки, особливо в тих випадках, коли вони надають позики під фіксовану ставку. Фінансові установи також мають змогу забезпечувати свою ліквідність за прийнятні кошти, що дозволяє їм продовжувати надавати муніципальні позики та розширювати кредитну діяльність. Кошти, отримані від ФМР за конкурентною ціною, дають їм можливість установлювати конкурентні ціни на свої кредитні продукти й отримувати таким чином перевагу в господарській діяльності [4].

При визначенні маржі і обсягу кредиту, що може надаватися муніципальному позичальникові, інвестор аналізує його спроможність обслуговувати свій борг. За нормальних умов розмір позики має бути відповідним доходам та витратам конкретного муніципального позичальника.

Крім того, створення вторинного ринку муніципальних облігацій допоможе прискорити темпи розвитку та фінансування інфраструктури міст, а також інвестування у муніципальні об'єкти.

Як зазначено вище, ФМР фінансуватиме купівлю муніципальних позик переважно через емісію приватних боргових цінних паперів. Має бути створено три основні види боргових цінних паперів для використання у діяльності ФМР:

Схема купівлі муніципальних облігацій ФМР має відповідати вимогам місцевого та державного рівня для успішного впровадження вторинного ринку облігацій.

1. Придбання облігацій “з правом зворотної вимоги”.

За цією схемою ФМР купує муніципальні облігації з правом вимоги до первинного позикодавця, тобто цей позикодавець відповідає за будь-які збитки в результаті неспроможності позичальника виконувати свої зобов'язання. Цей етап є необхідним, оскільки на момент початку дії програми розвитку муніципальних запозичень інформація та статистичні дані недостатні для оцінки ризиків, тому вигідніше купувати муніципальні облігації, не беручи на

себе кредитних ризиків. Придбання з правом зворотної вимоги забезпечує ліквідність без зайвих витрат.

2. Купівля з визначенням періоду перегляду відсоткових ставок.

Компанія ФМР купуватиме муніципальні облігації з визначенням періоду перегляду відсоткових ставок, тобто в кінці такого періоду позикодавець може викупити позику, раніше продану компанії, якщо його не влаштовує нова відсоткова ставка, яку пропонує ФМР [3].

Оскільки сек'юритизація – новий інструмент фінансового ринку, то фінансові установи будуть обережні щодо продажу своїх позик. Слід також зазначити, що основні позикодавці віддаватимуть перевагу більш короткій позиції, продаючи позики на визначений час, замість того, щоб брати на себе зобов'язання до кінця строку дії позики.

- Облігацій ФМР з фіксованою ставкою.

Термін цих облігацій до 10 років, вони мають фіксовану купонну ставку, що визначатиметься у момент емісії на основі тендерних документів, наданих основним дилерам. Проценти за цими облігаціями виплачуються кожні півроку.

- Облігації ФМР з плаваючою ставкою.

Термін дії облігацій до 10 років, вони мають змінну процентну ставку, що визначається відповідно до ставки LIBOR за 3 або 6 місяців. Процентна ставка переглядається кожні 3-6-місячні проміжки. Ці облігації погашаються за номіналом вартості разом з відсотками, що мають бути виплачені при погашенні.

- Короткострокові дисконтні векселі ФМР.

Строк цих короткострокових інструментів коливається від 1 до 12 місяців. Вони випускаються з дисконтом від номінальної вартості. Погашаються за номінальною вартістю разом з відсотками, що мають бути виплачені при погашенні [7].

Висновки. Купівля з правом зворотної вимоги та купівля за принципом перегляду відсоткових ставок через установлені періоди є особливостями моделі ФМР, які можуть приваблювати фінансові установи до концепції сек'юритизації. Компанія ФМР матиме успіх при виконанні наступних умов, які мають бути створені на рівні уряду:

- цінні папери ФМР повинні мати статус ліквідного активу. З позиції фінансування облігації ФМР повинні розцінюватися як ліквідні активи для цілей дотримання коефіцієнтів ліквідності, запроваджених Центральним банком. Це дозволить створити ринок для облігацій ФМР, щойно вони вперше з'являться на ринку. Крім того, облігації ФМР мають надавати можливість компанії отримувати кошти за досить невисокою ціною й забезпечувати продаж таких позик;

- звільнення від національних вимог щодо створення резервів та ліквідності. Для того, щоб додатково спонукати фінансові установи до продажу своїх позик, на кошти, отримані від ФМР, на них не мають поширюватися вимоги Центрального банку стосовно створення резервів та дотримання коефіцієнтів ліквідності. Це дозволить зменшити вартість коштів, одержаних від ФМР, у порівнянні зі строковими вкладками, й у кредиторів з'явиться стимул продавати свої позики [6].

Цей стимул має бути створений, щоб уникнути початкової інерції, пов'язаної із запровадженням нового продукту на ринку, який зовсім не знайомий з сек'юритизацією на сьогодні.

Ризики на ринку муніципальних позик стосуються як конкретних об'єктів діяльності муніципалітетів, так й загальної ситуації в економіці України. Перш за все, інвестиційний ризик пов'язаний з тим, що існують галузі економіки України, які терміново потребують інвестування, але які в той же час не є прибутковими (наприклад, енергетичний сектор або комунальне господарство). Вказані галузі знаходяться у безпосередньому підпорядкуванні ОМС та ставлять питання фінансування цих сфер за умови відсутності коштів у муніципальних бюджетах. Тому ОМС зацікавлені у залученні коштів інвесторів у вказані галузі, однак вони стикаються з жорсткою конкуренцією за обмежені ресурси інвесторів з боку позичальників з більш привабливими та прибутковими проектами.

Крім того, оскільки інвестори приймають рішення щодо розміщення фінансових вкладень у будь-які проекти в умовах невизначеності та нестачі інформації, то вони можуть неправильно оцінити ризики, пов'язані з тим чи іншим проектом, та як наслідок зазнати збитків, а муніципалітети будуть не в змозі повернути позику. Для уникнення вказаної проблеми необхідно використовувати елементи ризик-менеджменту у організації та управлінні процесом надання позик та їх подальшому розміщенні.

Впровадження процесу сек'юритизації на ринку муніципальних позик потребує створення фінансової установи, яка б виступала посередником у взаємодії між муніципалітетами та фінансовим ринком, забезпечуючи ефективне використання інструментів як первинного, так й вторинного боргового ринку з метою збільшення обсягів фінансування муніципалітетів. Таким посередником виступатиме спеціально створена компанія "Фонд муніципального розвитку", яка протягом 10-15 років має повністю налагодити вторинний ринок боргових муніципальних облігацій.

Список літератури

1. Адамеску А. Региональные аспекты предпринимательства // Экономист. – 1998. – № 2.
 2. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992.
 3. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2000.
 4. Галкина Л., Медников Е. Областные облигации: средство развития региональных фондовых рынков // Рынок ценных бумаг. – 1997. – № 4.
 5. Данков А.Н. Бюджетные инвестиции и муниципальные ценные бумаги // Деньги и кредит. – 1998. – № 2.
 6. Єфіменко І.О., Шибяєва Н.В. Облігації внутрішніх місцевих позик: процедура випуску та механізм обігу. – К.: Міжнародний центр приватизації, інвестицій та менеджменту, 1996.
 7. Інформація WEB-сайтів ДКЦПФР, Національного банку України.
- Отримано 04.12.2005

Авксентьев Ю.А. Створення вторинного ринку муніципальних позик (регіональний аспект) / Ю.А. Авксентьев // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / УАБС НБУ. – Суми, 2006. - Т. 15. - С. 117–123.